

Martin Kíra

**A vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést befolyásoló
tényezők vizsgálata Magyarországon**

VEZETŐI SZÁMVITEL TANSZÉK

Témavezető: Dr. Baricz Rezső

**© Martin Kíra
Minden jog fenntartva.**

Budapesti Corvinus Egyetem
Gazdálkodástani Ph.D. program

**A vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést befolyásoló
tényezők vizsgálata Magyarországon**

Ph.D. értekezés

Martin Kíra

**Budapest
2011**

TARTALOMJEGYZÉK

1. BEVEZETÉS	9
2. A TÉMAKÖR ELMÉLETI MEGALAPOZÁSA	12
2.1. A KUTATÁS TÉMAKÖRÉNEK BEHATÁROLÁSA ÉS A FOGALMAK OPERACIONALIZÁLÁSA.....	12
2.2. A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK.....	15
2.2.1. A számvitel fogalma és feladata	15
2.2.2. Az érdekhordozói elméletek	16
2.2.3. Megbízható és valós összkép	20
2.2.4. A vállalkozás folytatásának elve.....	21
2.2.5. Mérlegelméletek.....	22
2.2.6. Értéktan	25
2.2.7. Mérlegképesség.....	28
2.2.8. A jelenlegi gyakorlat	31
2.2.8.1. Hazai számviteli szabályok.....	31
2.2.8.2. Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok	33
2.2.9. Hogyan tovább, avagy eltérő értéktani nézetek	34
2.2.9.1. Eltérő értéktani nézetek a számvitel tudományban	34
2.2.9.2. Eltérő álláspontok a valós értékről a standardalkotásban.....	36
2.3. A PIACI ÉRTÉK.....	39
2.3.1. A vállalkozás piaci értékével kapcsolatos fogalmak és értelmezések.....	39
2.3.1.1. A piaci érték és a belső érték.....	39
2.3.1.2. A vagyon- és a tőkeérték koncepció	41
2.3.1.3. A piaci érték fogalma jelen kutatás szerint	42
2.3.2. A piaci hatékonyság kérdése	42
2.3.3. Részvényárfolyam: belső vs. spekulatív érték?	45
2.3.4. A részvényárfolyamok alakulását befolyásoló tényezők	46
2.3.4.1. Gondolatok az árfolyamok alakulásáról.....	46
2.3.4.2. A részvényértékelés különböző megközelítései.....	48
2.3.4.3. A részvényárfolyamokat befolyásoló tényezők rendszerezése	49
2.3.4.4. Graham – Dodd koncepciója a részvényárfolyamról	52

2.4. A PIACI ÉRTÉK ÉS A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ELTÉRÉSÉNEK LEHETSÉGES MAGYARÁZATAI.....	55
2.4.1. Az eltérés könyv szerinti értékből hiányolt tételekkel való magyarázata.....	55
2.4.1.1. A hiányolt tételek áttekintése	55
2.4.1.2. A hiányolt tételek mérlegképességének vizsgálata	59
2.4.2. Az eltérés vizsgálata a piaci érték és a könyv szerinti érték hányadosával	61
2.4.3. A számviteli adatok értékrelevanciájával foglalkozó kutatások	62
2.4.4. A könyv szerinti érték és a piaci érték eltérő célja és szemléletmódja mint az eltérés lehetséges magyarázata.....	66
2.5. JAVASLAT A SZÉLESEBB KÖRŰ INFORMÁCIÓIGÉNY KIELÉGÍTÉSÉRE.....	69
3. A KUTATÁS HIPOTÉZISEI	70
4. A HIPOTÉZISEK ELLENŐRZÉSE	72
4.1. A KUTATÁS SORÁN VIZSGÁLT SOKASÁG	72
4.1.1. Alapsokaság, megfigyelési egység.....	72
4.1.2. Mintavétel, vizsgált vállalatok köre	73
4.2. A KUTATÁS SORÁN FELHASZNÁLT ADATOK, AZ ADATBÁZIS.....	75
4.2.1. A kutatás által felölelt időszak	75
4.2.2. Az adatgyűjtés módszere.....	75
4.3. A KUTATÁS SORÁN ALKALMAZOTT STATISZTIKAI ELJÁRÁSOK.....	77
4.4. A FELÁLLÍTOTT HIPOTÉZISEK ELLENŐRZÉSE	79
4.4.1. A számviteli adatok értékrelevanciájával kapcsolatos hipotézisek ellenőrzése.....	79
4.4.1.1. Az 1. hipotézis ellenőrzése.....	80
4.4.1.2. A 2. hipotézis ellenőrzése	95
4.4.1.3. A 3. hipotézis ellenőrzése	105
4.4.2. A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésére vonatkozó hipotézisek.....	106
4.4.2.1. A 4. hipotézis ellenőrzése	107
4.4.2.2. Az 5. és a 6. hipotézis ellenőrzése.....	110
5. ÖSSZEFOGLALÁS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK	123
MELLÉKLETEK	132

1. MELLÉKLET: A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓINAK EREDMÉNYTÁBLÁI	133
2. MELLÉKLET: AZ EREDMÉNY ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓINAK EREDMÉNYTÁBLÁI	193
3. MELLÉKLET: A KERESZTKORRELÁCIÓS VIZSGÁLATOK EREDMÉNYÁBRÁI	208
4. MELLÉKLET: A PIACI ÉS A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK VÁLTOZÁSA	234
5. MELLÉKLET: A PIACI ÉRTÉK ÉS AZ INDIKÁTOROK KERESZTKORRELÁCIÓS VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI	247
6. MELLÉKLET: AZ EGYES INDIKÁTOROK EGYÜTTVÁLTOZÁSÁT ÁBRÁZOLÓ GRAFIKON	255
FELHASZNÁLT IRODALOM.....	256
AZ ÉRTEKEZÉS TÉMAKÖRÉVEL KAPCSOLATOS SAJÁT PUBLIKÁCIÓK.....	271

TÁBLÁZATJEGYZÉK

1. TÁBLÁZAT: A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI A TELJES SOKASÁGRA	85
2. TÁBLÁZAT: A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI A MAGASABB TŐKEÉRTÉKŰ VÁLLALKOZÁSOK CSOPORTJÁRA.....	89
3. TÁBLÁZAT: A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI AZ ALACSONYABB TŐKEÉRTÉKŰ VÁLLALKOZÁSOK CSOPORTJÁRA	94
4. TÁBLÁZAT: AZ EREDMÉNY ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI A TELJES SOKASÁGRA	99
5. TÁBLÁZAT: AZ EREDMÉNY ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI A MAGASABB TŐKEÉRTÉKŰ VÁLLALKOZÁSOK CSOPORTJÁRA.....	101
6. TÁBLÁZAT: AZ EREDMÉNY ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTHATÓI AZ ALACSONYABB TŐKEÉRTÉKŰ VÁLLALKOZÁSOK CSOPORTJÁRA.....	104

A disszertáció elkészítését a TÁMOP 4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 sz. BCE
kutatási projekt támogatta.

1. BEVEZETÉS

Az elmúlt évtizedben eleinte főként a nemzetközi, majd a hazai szakirodalomban is számos esetben találkozhattunk a vállalkozások piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést és annak változó – először növekvő, majd csökkenő – nagyságát hangsúlyozó tanulmányokkal.

Boulton – Libert – Samek [2000] az Amerikai Egyesült Államokban több mint 10 000 tőzsdei cég 1978-1998 közötti adatait vizsgálták, s azt találták, hogy a vállalatok könyv szerinti értéke az időszak elején még a piaci érték 95%-a volt, de ez a vizsgált periódus végére 28%-ra csökkent. Kiemelkedő példaként a Microsoftot említik, mely cég 1999 végi piaci értéke 600 Mrd USD volt, míg könyv szerinti értéke csak 31,6 Mrd USD-t tett ki.

King – Langli [1998] három európai ország, Németország, Norvégia és az Egyesült Királyság összesen 14 643 tőzsdei vállalkozásának 1982-1996 közötti adatait elemezve kisebb átlagos eltérést találtak a könyv szerinti érték és a piaci érték között. A tanulmányukban bemutatott adatok alapján az átlagos könyv szerinti érték / részvényárfolyam (BV/P) mutató értéke Németországban 0,41, Norvégiában 0,58 és az Egyesült Királyságban 0,63 volt.

Arce – Mora [2002] nyolc európai országra elvégzett, 1990-1998 közötti időszakot felölelő, összesen 22 436 megfigyelési egységre kiterjedő vizsgálata szerint az átlagos BV/P₀ mutató értéke jelentős eltéréseket jelzett az egyes országok között. A legalacsonyabb Németországban volt a ráta értéke, 0,559, de szintén alacsonynak tekinthető Hollandia (0,660) és az Egyesült Királyság (0,670) esetében is. Egyre magasabb értékeket kaptak Belgium (0,787), Franciaország (0,790), Spanyolország (0,880) és Svájc (0,892) vállalatainak vonatkozásában, míg a legmagasabb Olaszország tőzsdei vállalatai esetében volt a mutató értéke, 0,995. Ez utóbbi érték arra utal, hogy átlagosan nem találtak jelentős eltérést a vállalkozások részvényeinek ára és könyv szerinti értéke között.

Gornik-Tomaszewski – Jermakowicz [2001] Lengyelország 77 tőzsdei vállalkozására 1996-1998 között folytatott kutatásának adatai alapján az átlagos BV/P mutató 0,61 értéke az európai országok között alacsonynak tekinthető.

Hellström [2006] cseh és svéd tőzsdei vállalkozásokra kiterjedő összehasonlító vizsgálata a korábbi kutatásokhoz képest nagyon érdekes eredményt

hozott. A vizsgált 1994-2001 közötti időszakot két periódusra (1994-1997 és 1998-2001) bontva azt találta, hogy a piaci érték / könyv szerinti érték (MV/BV) hányados a Prágai Értéktőzsde vállalkozásainál 0,74-ről 0,57-ra csökkent, míg a Stockholmi Értéktőzsde cégei esetén 2,35-ről 2,67-ra növekedett a két ciklus során. A kapott adatok érdekessége, hogy a cseh vállalkozásoknál az átlagos könyv szerinti érték mindvégig, sőt egyre inkább meghaladta az átlagos piaci értéket, illetve a mutató értéke ellenkező irányba változott a két országban a vizsgált időszak során.

Brimble – Hodgson [2007] ausztrál tőzsdei vállalkozások 1973-2001 közötti adatait elemző kutatása alapján az átlagos BV/P ráta értéke 0,80, ami arra utal, hogy néhány európai országhoz hasonlóan, s az egyesült államokbeli kutatás eredményeitől eltérően Ausztráliában sincs kimagasló eltérés a vállalatok könyv szerinti értéke és részvényeik árfolyama között.

A fenti, a nemzetközi szakirodalomban megjelent példák jól mutatják, hogy a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérés országonként jelentősen eltérő, s az Amerikai Egyesült Államokban a legnagyobb.

A magyarországi vállalkozásokra vonatkozóan hasonló információkat Juhász [2004] 1999-2002 közötti adatokon végzett kutatásában találhatunk, mely adatok szerint a nemzetközi átlaghoz hasonlóan a vizsgált hazai vállalatok körében is csökkent az átlagos piaci érték / könyv szerinti érték (MV/BV) hányados, s a mutató értéke 2002-re 1 alá süllyedt, ami azt jelzi, hogy akkor a vállalatok könyv szerinti értéke meghaladta azok piaci értékét. Juhász [2004] kutatását követően csak az utóbbi három évben olvashatunk a szakirodalomban a hazai vállalatok piaci és könyv szerinti értéke közötti kapcsolatra vonatkozó adatokat, akkor is leginkább a tőzsdei elemzők beszámolóiban.

Korányi [2008a] 2008 szeptemberében azt írja, hogy a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) cégei kevesebb, mint a másfélszeresét érik a könyv szerinti értéküknek. Vannak közöttük olyan vállalatok, amelyek a könyv szerinti értékük 30-40%-áért forognak a tőzsdén, azaz a piaci értékük jelentősen a könyv szerinti érték alatt van. Példaként említi, hogy a két évvel korábban még a könyv szerinti értéke ötszörösét kitevő piaci értékkel rendelkező OTP-részvények részvényárfolyam / könyv szerinti érték (P/BV) mutatója is csak 216%.

Mezősi [2008] 2008 novemberében a BÉT-en uralkodó kilátástalan hangulat jeleként említi, hogy már a saját tőke egy részvényre jutó értékét sem fizetik ki az A-kategóriás cégek részvényeikért. 2009 márciusára tovább romlott összességében a

helyzet Mezősi [2009a] szerint, s a részvények árfolyama átlagosan a könyv szerinti értékük 70%-ára süllyedt. 2009 őszére a korábbi tendencia megfordult, s a vállalatok piaci értéke meghaladta a könyv szerinti értéküket. Mezősi [2009b] azt írja, hogy a BÉT A-kategóriás részvényeinek átlagos P/BV mutatója 129%.

A nemzetközi szakirodalomban megjelent kutatások eredményei, valamint a hazai vállalatokról olvasott információk, illetve szűrőpróbaszerű vizsgálódásaim alapján úgy vélem, hogy a vállalkozások piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést befolyásoló tényezők elméleti és hazai vállalati mintán történő empirikus vizsgálata érdekes és hasznos kutatási területet kínál.

A kutatás célja, hogy az empirikus vizsgálat során feltárja a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését, az azt befolyásoló tényezők körét és magyarázatot szolgáltatson az eltérés alakulására. Kutatásom ennek megfelelően feltáró és magyarázó jellegűnek tekinthető.

Az eltérést befolyásoló tényezők azonosítása során kiemelt figyelmet fordítok a piaci érték és a könyv szerinti érték céljának, szemléletmódjának, meghatározási módszerének és a mérlegképesség, megjeleníthetőség kérdésének vizsgálatára is.

A kutatás hipotéziseinek egyik csoportja a számviteli adatok értékrelevanciájának, a másik csoportja pedig a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésének vizsgálatára irányul. A hipotézisek ellenőrzése során sokváltozós statisztikai eljárásokat alkalmazok.

A kutatás lezárása: 2011. március 31.

2. A TÉMAKÖR ELMÉLETI MEGALAPOZÁSA

Az elméleti megalapozást a kutatás témájának behatárolásával és a dolgozatban használt fogalmak operacionalizálásával kezdem. Ezt követően a könyv szerinti érték témakörével, ezen belül a könyv szerinti érték számvitel elméleti hátterének ismertetésével, alakulását befolyásoló tényezők részletes elemzésével, valamint a jelenlegi hazai és nemzetközi számviteli szabályok alkalmazása nyomán kialakuló könyv szerinti érték bemutatásával foglalkozom. Ezután következik a piaci érték vizsgálata, a különböző fogalmi meghatározások rövid áttekintése és a piaci érték alakulására ható tényezők összegyűjtése. A piaci érték és a könyv szerinti érték közötti eltérés, az eltérést lehetséges okainak feltárása, illetve egy többcélú mérlegmodell javaslata zárja az elméleti megalapozást.

2.1. A KUTATÁS TÉMAKÖRÉNEK BEHATÁROLÁSA ÉS A FOGALMAK OPERACIONALIZÁLÁSA

Tekintettel arra, hogy a választott kutatási téma több közgazdaságtani szakterület határán helyezkedik el, s jelen kutatás természetszerűleg nem terjedhet ki valamennyi kapcsolódó kérdéskör vizsgálatára, szükség van a kutatás témakörének pontos körülhatárolására.

Jelen kutatás

- a témát számviteli nézőpontból közelíti,
- feltételezi a vállalkozás folytatása elvének teljesülését,
- a fogalmak operacionalizálása során ismertetésre kerülő definíciókkal, s az azok által adott keretek között dogozik,
- empirikus vizsgálata Magyarországon működő vállalati mintára irányul, így már az elméleti megalapozás során is a szakirodalomban a témával kapcsolatosan megjelenő álláspontok mellett kiemelten fókuszál a számviteli szabályozás és a gazdaság hazai sajátosságainak áttekintésére.

A kutatás témája szempontjából két alapvető fogalom, amelyeknek a kutatás során használt pontos definícióját meghatározni szükséges, a címben is megjelenő piaci érték és könyv szerinti érték fogalma.

Piaci érték: a vállalkozás piaci ára, tehát az az érték, amelyen a vállalkozás jelenlegi tulajdonosa eladná a céget, s valaki más pedig megvenné azt, tehát amely áron a tényleges üzletkötés megtörténne. Ez a tőzsdén jegyzett vállalatok esetében, amelyeknél az üzletkötés nyilvánosan zajlik, a részvényárfolyamban testesül meg, így a vállalkozás piaci értékét a napi részvényárfolyam és a kibocsátott részvények számának szorzata adja.

Könyv szerinti érték: a vállalkozás mérlegében szereplő értékek, amelyek a vállalkozás vagyonának értékét mutatják a vagyon eredete és az újratermelési folyamatban betöltött szerepe szerinti kettős vetületben, adott időpontra vonatkozóan. A vállalatok egészének könyv szerinti értéke alatt a mérlegükben szereplő saját tőke értékét értem.

Mindkét fogalom definíciója lényegében egybeesik a hazai és a nemzetközi szakirodalomban használt meghatározásokkal. A definíciók tartalmazzák a fogalmakhoz kapcsolódó indikátorokat, azaz mutatókat is. Ez a piaci érték esetén az az összeg, amennyiért az adott vállalkozás gazdát cserél, tehát ami az adás-vételi ügyletekben szerepel, ami a tőzsdén lévő vállalatok esetén a részvényárfolyamban nyilvánosan meg is jelenik. A vállalkozás piaci értékének indikátora ennek megfelelően a részvényárfolyam és a részvények számának szorzata. A vállalat könyv szerinti értéke esetén ilyen mutatónak a különféle értékelési elvek alkalmazásával készített mérlegében szereplő saját tőke értéke tekinthető, amelynek a részvényárfolyammal való összehasonlíthatóság érdekében szintén meghatározható az egy részvényre jutó értéke.

Mindkét fogalom számszerűsíthető adatokat definiál, amelyek egyértelműen meghatározottak, hiszen az egyes számértékek értelmezése mindenki számára azonos kell, hogy legyen. Emiatt nem beszélhetünk ezen fogalmak dimenzióiról, azaz meghatározott vonatkozásairól, nézőpontjaikról.

A fentiek mellett szükségesnek tartom definiálni az eltérés fogalmát, hiszen kutatásom a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérés jelenségének vizsgálatára irányul.

Eltérés: az értékek közötti számszerűsített különbség.

A fogalom fenti definíciója egyben meghatározza annak vizsgált dimenzióját is, mivel leírja, hogy a fogalom matematikai jelentése, nézőpontja jelenik meg a kutatásban. Indikátornak ez esetben a számszerűleg meghatározott különbségérték, illetve hányados tekinthető.

Mindhárom fent definiált fogalom esetén a változók arányskálán mérhetők, hiszen pénzürtékben kifejezett értékekről van szó, amely értékekről megállapítható, hogy egymástól eltérőek, hogy az egyik nagyobb, mint a másik, hogy mekkora különbség van közöttük és az is, hogy milyen arányban állnak egymással.

A kutatási téma jellegéből adódóan, tehát, hogy a vizsgálat a vállalatok piaci érték és a könyv szerinti érték eltéréseivel, mint jelenséggel rendelkező vállalatok számviteli kimutatásainak adataira és egyéb, a kimutatásokban meg nem jelenő tranzakcióira és azok hatásaira irányul, ezért tipológiáról, mint a két vagy több változó metszéspontjait összefoglalóan szemléltető kategóriák létrehozásáról nem beszélhetünk.

2.2. A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK

A könyv szerinti érték számviteli fogalom, a vállalatok számviteli kimutatásaihoz kapcsolódik. Annak érdekében, hogy a fogalom jelentését, tartalmát és az azt befolyásoló tényezőket megismerjük, tisztában kell lennünk annak számvitel elméleti hátterével.

2.2.1. A számvitel fogalma és feladata

A számvitel fogalma kialakulása óta sokat változott, amelyen „mai ismereteink alapján a vagyon és a vagyonsértések megjelenítésének, nyomon követésének és kommunikációjának tudománya és gyakorlata értendő”. (Baricz [2008], p. 3.)

Ebből a megfogalmazásból látható, hogy a számvitel tevékenységének középpontjában a vállalkozások vagyona, illetve annak változásai állnak. Feladata, hogy a gyakorlati tevékenység eredményeként információt szolgáltasson a vagyonról, az abban bekövetkezett változásokról és ezek hatásairól.

A számvitelt Chambers [1965] megfogalmazása szerint egyfajta nyelvrendszernek tekinthetjük, amely nyelvrendszer gazdasági irányultsága révén komoly közérdeklődésre tart számot. Ez az általános közérdeklődés a gazdasági adatok iránt az, amely indokoltá teszi egy jelrendszer létezését. Chambers megközelítéséből is kitűnik, hogy a számvitel feladata az információ közvetítése.

Az információnyújtás történhet

- „egyrészt a vállalkozással kapcsolatba kerülő külső érdekhordozók számára döntéseik megalapozása és utólagos értékelés céljából,
- másrészt a vállalkozás vezetőinek az irányításhoz szükséges vezetői döntések kialakításához és azok utólagos értékeléséhez,
- harmadrészt a vállalkozás folyamataiban résztvevő igazgatási feladatokat végző személyeknek feladataik elvégzéséhez.” (Baricz [2009], p. 17.)

Annak érdekében, hogy a számvitel ezt az információszolgáltató szerepét a felhasználók elvárásainak megfelelően el tudja látni, szükséges a vagyon és annak változásainak megjelenítése, nyomon követése és kommunikációja.

Jelen kutatás szempontjából a vállalaton kívülre, azaz a vállalkozással kapcsolatba kerülő külső érdekhordozók számára történő információszolgáltatás kap kiemelt jelentőséget, hiszen a vállalatok könyv szerinti értékének meghatározása a számukra készített beszámolóból, annak mérlegéből történik.

2.2.2. Az érdekhordozói elméletek

A vállalkozással kapcsolatba kerülő, arról információt igénylő természetes és jogi személyek eltérő érdekekkel rendelkeznek a vállalkozással kapcsolatban, ezért eltérő információigénnyel lépnek fel. Ezen eltérő érdekeknek és az egyes érdekhordozók információigényének feltérképezése segítséget nyújt a beszámoló céljainak meghatározásában. A beszámoló céljának megismerése pedig kiemelten fontos, hiszen abból vezethetjük le a benne szereplő értékek tartalmát.

Baricz [1999] részletesen tárgyalja az érdekhordozók körének körülhatárolásával kapcsolatban megfogalmazott elméleteket. A beszámoló célját elsőként az 1960-as évek elején hozták összefüggésbe az érdekhordozók érdekeivel. Az ezt megelőző időkben a mérlegcélokból, azaz a vagyonszámbavétellel és az eredmény-meghatározással kapcsolatos célokból, vezették le a beszámoló célját, ám az 1950-es évekre nyilvánvalóvá vált, hogy ezen célok nem elegendőek a beszámoló és ezen belül a mérleg formai és tartalmi változásainak magyarázatára. A későbbi kutatások igazolták, hogy a beszámoló formai és tartalmi változásai az érdekhordozók érdekeinek változásaira, illetve azok érdekérvényesítő képességének alakulására vezethetők vissza.

Az érdekhordozók körére vonatkozó hagyományos elméletek közül Baricz [1999] a tulajdonosi-, az egység-, az alap- és a menedzsment elméletet emeli ki.¹ A hagyományos elméletek hiányossága, hogy vagy egyáltalán nem azonosítanak olyan személyeket, illetve személyek csoportjait, akiknek az érdekeit figyelembe kellene venniük (lásd egység- és alapelmélet), vagy az érdekhordozók körét erősen leszűkítik egy-egy csoport érdekeire fókuszálva (lásd tulajdonosi és menedzsment elmélet). Mindegyik felfogás esetében a fő probléma, hogy az érdekhordozók körének

¹ Ezen elméletekről bővebben lásd Baricz [1999], pp. 10-11.

teljeskörű feltérképezése nélkül nem tudnak magyarázatot szolgáltatni a gyakorlatban kialakult beszámolók mélységére és terjedelmére.

A korábbi elméletekkel ellentétben a koalíciós elmélet² a vállalatot olyan koalíciónak tekinti, amely összefogja a vállalattal közvetlen kapcsolatba kerülő természetes és jogi személyeket. E felfogás szerint a beszámolót a vállalat vezetése a koalíció többi résztvevője számára állítja össze, így a beszámoló célja a koalíció tagjainak eltérő érdekeiből fakadó eltérő információigényének kielégítése. Mindez számos nehézséget von maga után a beszámoló kialakítása során, s természetesen kompromisszumok mentén valósulhat meg. Attól függően, hogy az egyes érdekhordozók érdekei miként kerülnek összehangolásra, változik a beszámoló célja, s ennek megfelelően a benne szereplő adatok, értékek tartalma is.

Az érdekhordozók köre magában foglalja a vállalattal közvetlen kapcsolatba kerülő természetes és jogi személyeket, így tehát a tulajdonosokat, a hitelezőket, a menedzsereket, a munkavállalókat, a piaci partnereket (szállítókat és vevőket), az államot és az érdekvédelmi szerveket soroljuk közéjük. Az egyes csoportok tagjai között lehetnek átfedések, de ennek feloldása az adott személy feladata azáltal, hogy eldönti, hogy az adott helyzetben melyik érdekének, igényének ad prioritást.

A felsorolt érdekhordozói csoportok közül a legösszetettebb és jelen kutatás témája szempontjából is kiemelt szerepet viselő csoport a tulajdonosok csoportja. A tulajdonosok, akik szabad eszközeiket befektetik a vállalkozásba, különböző céllal tehetik azt. Tulajdont szerezhetnek a vállalatban azért, hogy az általa megtermelt és realizált jövedelemből osztalék formájában részesüljenek. Motivációjuk lehet az is, hogy a vállalkozásban lévő részesedésüket értékesítve³ annak értéknövekedéséből eredő hozamot realizáljanak. Előfordulnak olyan esetek is, amikor a tulajdonosi befektetés mozgatórugója nem az előbbi két jövedelemszerzési tényező, hanem egyéb gazdasági okok (például beszerzési vagy értékesítési szempontok, kedvezőbb gyártási feltételek). Ez utóbbi esetben a tulajdonosi döntéshozatal alapját nem a számviteli információk képezik, ezért a koalíciós tagok érdekeinek és

² A koalíciós elmélettel kapcsolatos részleteket bővebben lásd Baricz [1999], pp. 11-19.

³ Ideértve a tulajdoni hányad kivonásának egyéb módjait is.

információigényének feltérképezéséhez a jövedelemszerzési céllal befektető tulajdonosok vizsgálata szükséges.

Ez a tulajdonosi csoport sem tekinthető azonban homogénnek, különbséget kell tenni közöttük a befektetés nagysága és tervezett befektetési időtáv alapján, hiszen ez meghatározza az érdekeiket és ezáltal információigényüket is. A rövid távú befektető⁴ rövid távú profitmaximalizálásra törekszik, így a vállalat által megtermelt, realizált és felosztható eredmény teljes kifizetésében érdekelt. Ezzel szemben a hosszabb távra befektető tulajdonosok⁵ a vállalat fejlődésében, a jelenlegi felosztható eredmény visszatartása által remélhető magasabb jövőbeli eredmény elérésében is érdekeltek. A nagyobb tulajdoni hányaddal rendelkező tulajdonosoknak lehetőségük nyílik a vállalkozás működésébe beavatkozni, a kisebb tulajdoni részesedés viszont könnyebben és vélhetően komolyabb értékvesztés nélkül értékesíthető.

A tulajdonosi érdekek tehát differenciálódnak, ebből kifolyólag eltérőek a tulajdonosok információigényei. Ennek ellenére az alábbi információkat minden tulajdonos igényli:

- a megtermelt és a realizált eredmény nagyságáról és időbeli alakulásáról szóló kimutatást,
- az osztalékra vonatkozó információkat,
- a befektetésük értéknövekedéséről és annak időbeli alakulásáról szóló információkat.

Az érdekhordozók következő csoportját a hitelezők alkotják, akik meghatározott időre pénzeszközöket bocsátanak a vállalkozás rendelkezésére, s ezáltal kamatjövedelemre kívánnak szert tenni. A hitelezők abban érdekeltek, hogy a vállalkozás a rendelkezésére bocsátott pénzösszeget a szerződésben foglalt kamat megfizetése mellett az ott megadott határidőben visszafizesse. Így az ő információigényük a vállalkozás jövőbeli fizetőképességére és fizetési hajlandóságára irányul. A számvitelből nyert, múltira vonatkozó információk alapján próbálnak meg következtetéseket levonni a vállalkozás jövőjére vonatkozóan.

⁴ Ezt a csoportot Ulbert [1990] befektetőknek nevezi.

⁵ Ulbert [1990] fogalomhasználatában ez a tulajdonosok csoportja.

A menedzserek mint érdekhordozói csoport vizsgálata a vezetői tevékenységet alkalmazottként ellátó menedzserek körére irányul. Ezen csoport érdeke egyrészt a javadalmazásának maximalizálásához, másrészt a karriercéljának megvalósításához kötődik. Amennyiben a jövedelme a vállalkozás nyereségéhez kötött, akkor érdeke a vállalat múltbeli és jövőbeli eredményének maximalizálása. Ez egyben a tulajdonosok elégedettségét is növeli a kifizethető osztalék összegén keresztül. A személyes karriercéljának megvalósításához ismernie kell a vállalkozás helyzetét és lehetőségeit, amivel kapcsolatban információigénye ugyanúgy változatos, mint a vállalkozás irányításával, stratégiai és operatív döntések meghozatalával összefüggésben.

A munkavállalók érdeke a jövedelmük megfelelő mértékű növekedése mellett, hogy munkahelyük biztonságos legyen, és munkakörülményeik folyamatosan javuljanak. Ennek érdekében a munkavállalók és érdekvédelmi szerveik információigénye kiterjed a múltban történt és érdekeiket érintő események hatásaira, valamint az érdekeikhez kapcsolódó jövőbeli információkra.

A piaci partnerek a vállalattal való hosszú távú kapcsolataikban, és annak biztonságos működésében érdekeltek, ezért elsősorban a vállalkozás beszerzési, értékesítési és árpolitikájáról igényelnek információt. Nagyobb volumenű kapcsolatok esetében a vállalkozás gazdasági és pénzügyi helyzete is az érdeklődésük középpontjába kerülhet.

Az állam elsősorban az adókon keresztül áll kapcsolatban a vállalkozással, s érdeke, hogy az folyamatosan növekvő jövedelméből növekvő adóbevételhez juttassa. Ebből kifolyólag információigénye elsősorban a vállalkozás jövedelmi helyzetére irányul, fontos számára ugyanakkor az is, hogy a vállalkozás az adózási előírásokat betartsa, s a fizetendő adót azoknak megfelelően állapítsa meg.

Az előzőek alapján megállapítható, hogy az érdekhordozók információigénye kiterjed a vállalat múltbeli és jövőbeli vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetére is. A számvitel ezek közül a múltra vonatkozó információkat szolgáltatja, mely információszolgáltatás eszköze a beszámoló. A koalíciós tagok világos (érthető és áttekinthető), releváns, megbízható (valósághű, semleges, óvatos és teljes) és

összehasonlítható információkat igényelnek⁶, mely minőségi követelményeknek a beszámolónak meg kell felelnie.

A koalíciós elmélet már képes a gyakorlatban kialakult beszámoló mélységének és terjedelmének magyarázatára, így a továbbiakban a beszámoló vizsgálatát e felfogás mentén folytatom.

2.2.3. Megbízható és valós összkép

A számvitel feladata, hogy információt szolgáltatson a koalíció tagjai számára azok érdekeinek és igényeinek megfelelően. Az érdekhordozók minden információigényét teljeskörűen természetesen nem tudja kielégíteni a számvitel, ez nem is várható el tőle. A beszámoló tartalmának kialakítása tehát csak kompromisszumok mentén történhet, az érdekek szintetizálására és az esetleges érdekütközések feloldására van szükség. Annak eldöntése, hogy a koalíciós tagok számára készülő beszámolóban az egyes érdekhordozói igények közül mi kapjon prioritást, a szabályozás⁷ feladata. Ennek a döntésnek komoly súlya van, hiszen ez a választás határozza meg a beszámoló pontos célját, s ezáltal azt is, hogy milyen értékek kerüljenek bele.

Az előző pontban részletezett érdekek és információigények alapján megállapítható, hogy a beszámolónak be kell mutatnia egyrészt a vállalat vagyonának és saját tőkéjének nominál értékét, azaz a vállalkozás vagyoni helyzetét, másrészt az időszak során elért és felosztható eredmény értékét, azaz a vállalkozás jövedelmi helyzetét és harmadrészt a pénzügyi helyzetét.⁸

A beszámólótól elvárt, hogy a számvitel filozófiájának megfelelően, s megbízható és valós összképet⁹ nyújtson a fentiekről. Annak érdekében, hogy a

⁶ Az információkkal szembeni követelmények magyarázatát lásd Baricz [2009], p. 10.

⁷ A szabályozás szükségességéről lásd Bosnyák [2003], p. 13.

⁸ Lásd erről Baricz [1999], p. 27.

⁹ A magyar számvitelben ez a terminológia használatos, de tartalmát tekintve nagyon hasonló a nemzetközi gyakorlatban megjelenő kifejezésekhez, s magában foglalja a beszámolóval szemben az előzőekben felsorolt minőségi követelményeket.

beszámoló ennek eleget tudjon tenni, tartalmaznia kell egy számszaki és egy szöveges részt. A számszaki rész minden esetben magában foglalja a vállalkozás mérlegét és eredménykimutatását, de az adott országban érvényes számviteli előírások függvényében kiegészítik ezt egyéb kimutatók, mint például a cash flow kimutató vagy a saját tőke változások kimutatója. A szöveges rész, amit például kiegészítő mellékletnek vagy megjegyzéseknek neveznek, magyarázatokat és kiegészítéseket tartalmaz a számszaki rész adataival kapcsolatban. Ez a komplex rendszer, a beszámoló egyben hivatott teljesíteni információszoolgáltatási feladatát, a megbízható és valószínű öszsképe nyújtását a vállalkozás vagyoni, jövedelmi és pénzügyi helyzetéről.

Jelen kutatás témája szempontjából a beszámolóban bemutatásra kerülő információk közül a vállalat vagyonának és saját tőkéjének értéke kiemelt fontosságú. Ezt az információt a beszámoló részét képező mérleg szolgáltatja, így a továbbiakban vizsgálatom erre a kimutatóra fókuszál.

2.2.4. A vállalkozás folytatásának elve

A koalíciós tagok érdekei között felállított prioritás által meghatározásra kerül a mérleg célja, s mindez maga után vonja, hogy milyen elemek, milyen értéken és formában alkotják a vállalkozás vagyonának mérlegértékeit, s ezáltal a vállalkozás könyv szerinti értékét.

A gazdasági életben előfordulnak olyan helyzetek, amelyek befolyással vannak a koalíciós tagok érdekei között felállítandó prioritási sorrend kialakítására, s ezen keresztül az egyes helyzetekben összeállítandó mérleg tartalmára is. Ilyen helyzet lehet például a vállalkozás megszűnésének esete (vagy említhetnénk az átalakulásokat is, amelyek eredményeként az érintett vállalkozások közül valamelyik megszűnik). Ilyenkor a tulajdonosok közötti elszámolások érdekében a vagyon pillanatnyi értékének meghatározása kap prioritást, s az értékelés az időérték elv mentén, fordulónapi áron történik.

Kutatásom során a speciális gazdasági helyzetek torzító hatásának kiküszöbölése érdekében feltételezem a vállalkozás folytatásának elvét, hiszen ezen elv érvényesülése teszi lehetővé a könyv szerinti érték tisztán koalíciós elméletből történő levezetését, s az egyes mérlegmodellek értelmezését.

A vállalkozás folytatásának elve akkor érvényesül, ha a vállalat a tevékenységét a belátható jövőben is fenn kívánja és tudja tartani.¹⁰ A dolgozat további részében ennek teljesülése mellett folytatom az elméleti megalapozást, mint ahogyan a következő alfejezetben bemutatásra kerülő mérlegelméletek is ezen elvre építenek.

2.2.5. Mérlegelméletek

A számvitel fejlődése során különböző modellek jelentek meg, amelyek a megjelenő kihívásra válaszul az érdekhordozók információigényei között felállított prioritások alapján meghatározták a mérleg összeállításának elsődleges célját, s ehhez kapcsolódva azt is, hogy mi tekinthető vagyonelemnek, azaz megfogalmazták az aktiválási és passziválási kritériumokat, s választ adtak az értéktannal és tagolástannal kapcsolatos kérdésekre is. Az értéktan fogalma alatt az értékelési elvek és az azok megvalósítását elősegítő értékelési eljárások összességét értjük, míg a tagolástan a vagyonelemek csoportosítására, a mérleg szerkezeti felépítésére terjed ki. Az így felállított modellek, amelyeket a számviteli szakirodalom mérlegelméleteknek nevez, belső ellentmondásoktól mentes rendszerbe foglalták azokat a mérleg összeállításával kapcsolatos szabályokat, amelyeket követni kell annak érdekében, hogy a prioritásként meghatározott mérlegcél elérhető legyen.¹¹

A mérlegelméletekkel kapcsolatos kutatások a XX. század elején kezdődtek, majd a második világháborút követően háttérbe szorultak, mivel a számviteli kutatások középpontja ekkor más témákra helyeződött áll. Az 1960-as években ismét előtérbe került az adózás alapját képező eredmény meghatározása, s ezáltal a mérlegelméletek kérdésköre is. Az 1970-es évek során a mérlegelméleti kutatásokkal szemben új kihívást támasztott az infláció világméretű megjelenése és a koalíciós elmélet kidolgozása, melynek eredményeként a mérlegelméleti kutatások a mérlegösszeállítás kérdései mellett kiterjedtek a mérleg és a koalíciós tagok kapcsolatának vizsgálatára is.

A mérlegelméletek két nagy csoportba sorolhatóak, ezek a materiális (más néven klasszikus) és a reáltudományos mérlegelméletek. A materiális

¹⁰ Hasonló értelmezéshez lásd például Baricz [2009], p. 21.

¹¹ A mérlegelméletek rendszerezett kifejtését lásd Baricz [1999], pp. 139-165.

mérlegelméletek egy-egy mérlegcélból kiindulva vezetik le azokat a mérlegkészítési szabályokat, azaz az aktiválási és passziválási kritériumokat, az értékelési elveket, eljárásokat és a mérleg tagolását, amelyek segítségével a kitűzött mérlegcél elérhető. A reáltudományos mérlegelméletek az érdekhordozók információigényéből kiindulva vizsgálják a mérlegkialakítás lehetőségeit, és javaslatokat tesznek a mérleg kiegészítési lehetőségeire annak érdekében, hogy a koalíciós tagok viselkedését befolyásolni tudják.

A materiális mérlegelméletek a XX. század első felében keletkeztek. A számos ekkor megfogalmazott mérlegelméletet fő elemeik – a mérlegcél, az aktiválási és passziválási kritériumok, az értékelési és tagolási szabályok – alapján három további csoportra, azaz statikus, dinamikus és organikus mérlegelméletekre bonthatjuk.

A statikus mérlegelméletek közös jellemzője, hogy a vállalati vagyon, ezen belül a saját tőke értékének adnak prioritást, és az eredmény értékének meghatározásával vagy nem foglalkoznak, vagy alárendelt célként kezelik azt. Ezen mérlegelméletek szerint a mérleg feladata az, hogy a vállalati vagyont és azon belül a saját tőke értékét meghatározza és megfelelően tagolva bemutassa. A statikus mérlegelméletek közül kiemelt szerepet töltött be Nicklisch felfogása, mivel megteremtette a ma is érvényes tagolási rendszer alapjait. A mérlegösszeállítás során az időérték elv alkalmazását javasolja, bár ebben az elméletben a mérlegösszeállítás szabályainak részletes kidolgozására még nem került sor. Említést érdemel még Le Coutre mérlegfelfogása, mely mérlegelmélet már közelít a materiális mérlegelméletek következő csoportjához, mivel értéktanában már a realizációs elvre épít, de még a vállalat tőkeszerkezetének bemutatása kap benne kiemelt fontosságot.

A dinamikus mérlegelméletek elnevezése és első összefüggő rendszerbe foglalása Schmalenbach nevéhez fűződik, aki mérlegelméletének kidolgozása során abból indult ki, hogy egy meglévő és tovább működni szándékozó vállalkozás esetében kevésbé fontos azt ismerni, hogy mennyit érne a vállalat saját tőkéje egy esetleges felszámolás esetén. A dinamikus mérlegelméletek ebből következően az eredmény meghatározásának adnak prioritást a vagyon és a saját tőke értékének pontos megállapításával szemben. Schmalenbach a beszámoló kimutatásai közül is az eredménykimutatást helyezte előtérbe, s a mérleget is a realizált eredmény meghatározásának szolgálatába állította. Értéktanában a realizációs elvre épít és

bekerülési áron történő értékelési eljárások alkalmazását javasolja. Kiemelkedő szerepet tölt még be Kosiol pagatórikus mérlegelmélete, mely felfogás alapjaiban megegyezik Schmalenbach dinamikus elméletével, abban tér el attól, hogy az időszak eredményét a pénzmozgásokból vezeti le. Az értékelésben ő is a realizációs elvre és főként a bekerülési áron történő értékelési eljárásokra épít.

Az organikus mérlegelméletek nem állítottak fel prioritási sorrendet a reális vagyonérték meghatározása és a reális eredmény értékének kiszámítása között, a mérleg céljaként azonos súllyal szerepeltetik azokat. Ennek elérése érdekében értéktanukban duális értékelés jelenik meg, azaz a vagyon reálértékének meghatározása céljából az időérték elv alkalmazását és a napi árakon történő értékelést javasolják, míg az időszaki eredmény kiszámítása érdekében a realizációs elv és a bekerülési árakon történő értékelés szerepel a modellben. Ezen mérlegelméletek legjelentősebb képviselője Schmidt, aki a fordulónapra két mérleg összeállítását javasolta. Egyet időérték elven a reális vagyonérték meghatározása érdekében és egyet realizációs elven az eredmény pontos értékének kiszámításához kapcsolódóan.

A mérlegelméletek másik nagy csoportját alkotó reáltudományos mérlegelméletek az 1960-as évektől kezdve jelentek meg a számviteli kutatásokban. Ekkorra vált világossá a kutatók számára, hogy a mérleg kiemelt értékei – a vagyon, s ezen belül a saját tőke, valamint az eredmény – nem elegendőek ahhoz, hogy a koalíciós tagok információigényét teljeskörűen kielégítsék. Nem felelnek meg például a vállalkozásban lévő részesedésükkel kereskedni kívánó tulajdonosok igényeinek, hiszen őket elsősorban az érdekli, hogy mennyit érnek a vállalkozás vagyonelemei a jövőbeli hasznosítási lehetőségük és az árak függvényében, illetve ezen keresztül hogyan alakul az időszak eredménye.

A reáltudományos mérlegelméletekkel kapcsolatos kutatások egyik része a klasszikus mérlegelméletek továbbfejlesztéseként a mérlegen belül kívánja megoldani a további információszolgáltatást, míg a kutatások másik csoportja csak a mérlegen kívül tudja elképzelni azt.

A mérlegen belüli megoldást szorgalmazó elméletek közül jelen kutatás témája szempontjából a jövőorientált mérlegfelfogások lehetnek érdekesek. Ezen felfogások abból indulnak ki, hogy az érdekhordozók a vállalat múltbeli eredményére vonatkozó információk mellett kíváncsiak a jövőben várható eredmény alakulására

is. A mérleg véleményük szerint jövőbeli árak alkalmazásával is elkészíthető, mely árak meghatározását különböző módon képzelik el az egyes kutatók. A jövőorientált mérlegfelfogások közös problémája, hogy a jövőbeli hozamok előrejelzése bizonytalanságot visz az értékelésbe, s az ezek alapján meghatározott vagyon és saját tőke értéke meglehetősen szubjektív.

A klasszikus mérlegelméleteket meghaladó kísérletek a többletinformáció szolgáltatását kiegészítő mérlegek összeállításával képzelik el. Ezen elméletek közül Heinen többcélú mérlegfelfogását emelném ki, mely szerint a koalíciós tagok információigényeit, s ezek alapján a mérlegcélokat nem lehet leegyszerűsíteni, hanem pontosan fel kell mérni azokat. A mérlegcélokat Heinen csoportosította, minden csoporthoz önálló mérlegösszeállítási szabályokat, aktiválási és passziválási kritériumokat, értéktant és tagolástant dolgozott ki. Az általa összeállított modell alapját egy bekerülési árakon összeállított alapmérleg adja, amely a realizált eredmény és a vállalatba helyezett eszközök aktualizált múltbeli árakon számított értékét mutatja be. Ezt egészítenék ki a további mérlegcélokra – mint például a részesedés értékelése céljára – összeállított további mérlegek.¹² Ez a mérlegelmélet jelen kutatás témája szempontjából lehetőségeket rejt magában, ezért a vállalat könyv szerinti értéke és piaci értéke között eltérést befolyásoló tényezők részletes vizsgálatát követően még visszatérek rá.

A mérlegelméletek bemutatása során láthatóvá vált, hogy a mérleg összeállításával kapcsolatosan a mérlegcélnak megfelelő aktiválási és passziválási kritériumok, valamint az alkalmazandó értéktani és tagolástani megoldások meghatározása szükséges. Jelen kutatás szempontjából az értéktan és az aktiválási és passziválási kritériumok kérdése kiemelt jelentőségű, ezért a továbbiakban ezekkel foglalkozom.

2.2.6. Értéktan

Az értéktan az értékelési elveket és eljárásokat foglalja magában. Az értékelési elv az alkalmazott értékelési eljárások és a vagyon, a saját tőke és az

¹² A mérlegmodell részleteiről lásd Heinen [1986].

eredmény értéke közötti elméleti összefüggést fejezi ki, s rávilágít arra, hogy a mérleg ezen kiemelt mutatók közül melyiknek biztosít prioritást. Az értékelési eljárás az értékelés módját, a tevékenység konkrét megjelenési formáját jelenti.¹³

A vállalkozások könyv szerinti értékének megértéséhez véleményem szerint elengedhetetlen annak megismerése, hogy milyen céllal készült és ebből kifolyólag milyen értékeket tartalmaz a vállalat mérlege. Az alábbiakban összefoglalom, hogy mely prioritások milyen értékelési elveket vonzanak, illetve azokhoz milyen értékelési eljárások alkalmazása kapcsolódik, s mindennek eredményeként milyen érteken szerepel a vállalat mérlegében a vagyon, a saját tőke és az eredmény.

A realizációs elv és az arra épülő bekerülési érték modell az eredmény meghatározásának ad prioritást, s olyan eredmény meghatározását célozza, amelynek vállalkozásból történő kivonása esetén a vagyon és a saját tőke értéke változatlan marad. Ezen cél elérése érdekében a vállalat eszközeit és forrásait aktualizált múltbeli bekerülési áron kell értékelni. A bekerülési ár az adott vagyonelem jellegétől függően lehet szerzési ár, előállítási költség vagy névérték. A mérlegösszeállítás időpontjára a bekerülési ár az eltelt idő alatt bekövetkezett értékváltozásoknak megfelelően leírásokkal vagy hozzáírásokkal korrigálásra kerül, s az így kialakuló aktualizált múltbeli bekerülési érték mint könyv szerinti érték jelenik meg a mérlegben.

Ezen értékelési elv esetén a vagyon és a saját tőke fordulónapi nominál érteken szerepel a mérlegben, így azt mutatja meg, hogy mennyibe kerültek és aktualizált múltbeli árakon számítva mennyit érnek a vállalkozás rendelkezésére álló – illetve a saját tőkével szemben álló – eszközök a mérlegkészítéskor. Az eredmény értéke ebben az esetben a realizált eredmény értékét fejezi ki, hiszen ez az az eredmény érték, amelynek kivonása esetén a vállalat saját tőkéjének nominál értéke változatlan marad.

A realizációs elv tehát a felosztható eredmény meghatározásának rendeli alá a vagyon és a saját tőke értékének kiszámítását, aminek eredményeként a realizációs elv alapján összeállított mérlegtől nem várható el a vagyon és a saját tőke fordulónapi reálértékének kimutatása.

¹³ Az értékelési elvekről és eljárásokról részletesen lásd Baricz [1999], pp. 61-79.

A realizációs elvre épülő bekerülési érték modell alapján összeállított mérleg előnye, hogy az eszközök és források értékének alapját képező árak – az esetek nagy részében – dokumentált múltbeli árak. Mindez még akkor is előnynek tekintendő, ha az aktualizálás kissé torzítja is ezt a képet, mivel a leírások és a hozzáírások becsléseken alapulnak. Az értékelési elv alkalmazásának előnye továbbá, hogy kimutatja a koalíciós tagok által igényelt felosztható eredmény értéket, míg hátránya, hogy a tulajdonosoknak a vagyon és a saját tőke fordulónapi reálértékének meghatározására irányuló igényét figyelmen kívül hagyja.

Az időérték elv és az arra épülő átértékelési modell a vagyon és a saját tőke meghatározásának ad prioritást, s célja olyan mérleg összeállítása, amely reális vagyonértéket és saját tőke értéket mutat ki. Ezen cél elérése érdekében a vállalat eszközeit és forrásait jelenlegi, azaz fordulónapi árakon kell értékelni. A fordulónapi árakon történő értékelés esetén az eszközök és források olyan fiktív árakon kerülnek értékelésre, amelyek alapját az értékelés pillanatában a valóságban érvényesülő árak adják. Az értékelés során a vélelmezett piaci pozíciónak megfelelő árakból, azaz az utánpótlási árból vagy az eladási árból, kell kiindulni, majd a piacon talált eltérő árak közötti választást követően korrigálni kell azt az adott eszköz műszaki állapotának megfelelően. A mennyiségben fel nem vehető eszközök és források esetében a könyv szerinti érték jelenti a kiindulási alapot, s ezt kell esetlegesen korrigálni a piaci viszonyok szerint.¹⁴

Ezen értékelési elv alkalmazása esetén tehát a vagyon és a saját tőke fordulónapi reálértéken jelenik meg a mérlegben, így értékük azt mutatja meg, hogy mennyiért lehetne beszerezni vagy értékesíteni a vállalkozás rendelkezésére álló – illetve a saját tőkével szemben álló – eszközöket a mérlegkészítéskor érvényes napi árakon. Az eredmény értéke ebben az esetben fiktív eredményt tükröz, hiszen az magában foglalja a realizált eredmény mellett a mérlegkészítéskor végrehajtott fel- és leértékelések nem realizált eredményhatását is.

Az időérték elv tehát a vagyon és a saját tőke reálértéke kiszámításának rendeli alá az eredmény meghatározását, mely eredmény fiktív volta miatt nem képezheti az eredményfelosztás alapját.

¹⁴ A jelenlegi árakon való értékelési eljárásról lásd még Philips [1968].

Az időérték elvre épülő átértékelési modell alapján összeállított mérleg előnye, hogy a tulajdonosok vagyon és saját tőke reálértékére vonatkozó információigényét megpróbálja kielégíteni, bár az általa alkalmazott napi árak mögött nem állnak ténylegesen megtörtént tranzakciók, így valóságuk vitatható. Az ezen elv alapján összeállított mérleg hátránya, hogy a benne szereplő eredmény nem lehet alapja az eredményfelosztásnak, mivel értékelésből eredő nem realizált eredményt is tartalmaz.

Bármelyik fenti értékelési elv és eljárás alkalmazása választási lehetőségeket kínál a vagyonelemek értékelésekor, felmerül a kérdés, hogy a mérlegkészítés során a választható árak közül a legalacsonyabb vagy a legmagasabb kerüljön alkalmazásra. Tekintettel arra, hogy a koalíciós tagok abban érdekeltek, hogy a vállalkozás a jövőben is biztonsággal tudjon működni és jövedelmet tudjon termelni, a mérlegösszeállítás során a tartalék képzés érdekében az óvatos becslés elvének követése indokolt. Ezen elv azt jelenti, hogy a mérleg összeállításakor az eszközök esetében a legalacsonyabb, míg a források esetében a legmagasabb értékek kerülnek alkalmazásra. Ez két további értékelési elv – az eszközök körében a legalacsonyabb érték elv és a források körében a legmagasabb érték elv – bevezetését jelenti.

2.2.7. Mérlegképesség

Annak érdekében, hogy a vállalkozás könyv szerinti értékének tartalmát megértsük, fontos tisztázni az előző pontban tárgyalt értéktani kérdések mellett azt is, hogy mit tekinthetünk vagyonelemnek, vagyis mi szerepelhet a mérlegben, mi tekinthető mérlegképessnek.¹⁵

A vállalkozás rendelkezésére álló vagyonelemeket adott időpontra vonatkozóan, összevontan, pénzértékben, egyrészt az újratermelési folyamatban betöltött szerepük szerint mint eszközöket, másrészt eredetük szerint mint forrásokat tartalmazó okmány a mérleg. (Baricz [2009], p. 33.)

A beszámolótól elvárt megbízható és valós összkép filozófiájának érvényre juttatása érdekében a mérlegnek meg kell felelnie az alábbi követelményeknek:

¹⁵ A mérlegképesség kérdéséről lásd még Bellinger – Vahl [1992], pp. 52-57.

- a mérlegvalódiság elve,
- a mérlegteljesség elve,
- a mérlegvilágosság elve,
- a mérlegkövetkezetesség elve,
- a mérlegfolytonosság elve.¹⁶

Ezen elvek közül a valódiság elve és a teljesség elve vonatkozik a mérlegben szerepeltethető és szerepeltetendő vagyonelemek körére. A valódiság elve azt várja el, hogy a vagyonelemek, amelyek a mérlegben megjelenítésre kerülnek, a valóságban létezőek, visszakereshetőek és ellenőrizhetőek legyenek, valamint az értékelésük a számviteli szabályoknak megfelelő elvek és eljárások szerint történjen. A teljesség elve megköveteli, hogy a mérlegbe minden olyan vagyonelem felvételre kerüljön, amely a mérleg célja alapján meghatározott aktiválási és passziválási kritériumoknak megfelel.

Az aktiválási és passziválási kritériumok a mérlegképesség feltételeit jelentik, azaz azokat a követelményeket, amelyeknek meg kell, hogy feleljen az adott vagyonelem annak érdekében, hogy eszközként aktiválni, vagy forrásként passziválni lehessen. A mérlegképesség vizsgálatánál a vagyon fogalmából érdemes kiindulni.

„A vagyon fogalma alatt azoknak a jelenségeknek az összessége értendő, amelyek egy adott időpontban a vállalkozás rendelkezésére állnak, tulajdonságjellemzőik alapján tartalmilag azonosíthatók, mérhetők és a vállalkozás szempontjából gazdasági tartalommal (értékkel) bírnak.” (Baricz [2009], p. 21.)

A fentiek ismeretében tehát megállapítható, hogy egy vagyonelem eszközként akkor vehető fel és akkor egyben kötelező is felvenni a mérlegbe, azaz mérlegképes, ha

- múltbeli (vagy a lezárt időszak folyamataiból eredő, de később elszámolásra kerülő) eseményből keletkezett,
- a mérleg fordulónapján a vállalkozás rendelkezésére áll,
- gazdasági értékkel bír, azaz a vállalkozásnak haszna keletkezik belőle,
- önállóan is mérhető, értéke pénzformában is kifejezhető,

¹⁶ A mérleggel szemben támasztott alapkövetelmények részletes magyarázatát lásd Baricz [2009], pp. 34-36.

- önállóan is forgalomképes, azaz egyedileg is elidegeníthető,
- hasznosítására közvetlenül vagy közvetve kerül sor.

Egy vagyonelem forrásként akkor vehető fel és akkor egyben kötelező is felvenni a mérlegbe, azaz mérlegképes, ha

- múltbeli (vagy a lezárt időszak folyamataiból eredő, de később elszámolásra kerülő) eseményből keletkezett,
- gazdasági értékkel bír, azaz eszközök állnak vele szemben vagy kellő biztonsággal várható kötelezettséget foglal magában,
- önállóan is mérhető, értéke pénzforgásban is kifejezhető,
- teljesítése gazdasági vagy jogi úton a vállalkozástól kikényszeríthető.¹⁷

Hasonló kritériumokat fogalmaznak meg a mérlegképességre vonatkozóan a megjeleníthetőség követelményeiként a Nemzetközi Pénzügy Beszámolási Standardok is. A Keretelvek alapján megállapítható, hogy egy vagyonelem akkor szerepeltethető az eszközök között, ha

- a vállalat által ellenőrzött,
- múltbeli események eredménye,
- várhatóan jövőbeli gazdasági haszon fog befolyjni a vállalkozáshoz az adott tétellel kapcsolatosan,
- a költsége vagy értéke megbízhatóan mérhető.

Ehhez hasonlóan egy vagyonelem akkor vehető fel a kötelezettségek közé, ha

- a vállalkozás meglévő kötelezettsége,
- múltbeli események eredménye,
- rendezésével gazdasági hasznokat megtestesítő eszközök kiáramlása várható,
- rendezendő értéke megbízhatóan mérhető.

A Keretelvek a saját tőkét az összes eszköz értékének kötelezettségekkel való csökkentése után megmaradó értéként definiálják.

¹⁷ Az aktiválási és passzíválási kritériumokról bővebben lásd például Baricz [1999], pp. 50-51. és Baricz [2009], pp. 40. és 60-61.

Az itt megfogalmazott aktiválási és passziválási kritériumok egyértelműnek és nyilvánvalónak tűnnek. A gyakorlati alkalmazás során azonban mégis egyre többször problémák merülnek fel velük kapcsolatban, s kritikák jelennek a mérlegben megjelenítésre kerülő vagyonelemek körét illetően. Az ilyen észrevételek főként az immateriális javakat érintik.

A gazdaság fejlődése során olyan újabb tényezők jelennek meg, amelyek versenyelőnyt jelentenek az adott vállalat számára. A teljesség elvét követve természetesen a vállalat minden olyan vagyonelemét meg kell jeleníteni a mérlegében, amely a mérlegképesség kritériumainak megfelel. Ez vonatkozik az egyes újonnan megjelenő vagy szélesebb körben elterjedő olyan tényezőkre is, amelyek a korábbi gyakorlat alapján a mérlegben nem szerepeltek. Az ilyen tényezők esetében azonban szükség van annak alapos vizsgálatára, hogy az adott tényező megfelel-e az aktiválási és passziválási kritériumoknak, azaz mérlegképes-e. Gyakran az ilyen tényezők esetében a mérés, a pénzürtékben való kifejezés jelent problémát, ami miatt nem tekinthetőek vagyonelemnek, s nem szerepeltethetőek a vállalkozás mérlegében. Az könnyen belátható, hogy sérülne a számvitel megbízható és valós összképre épülő filozófiája, ha a mérlegbe olyan tételek kerülnének be, amelyek még nem rendelkeznek biztos, kiforrott értékelési módszerekkel.¹⁸

Jelen kutatás szempontjából ez a kérdéskör kiemelt jelentőségű, ezért a vállalkozások könyv szerinti értéke és piaci értéke közötti eltérést befolyásoló tényezők tárgyalása során még visszatérek rá.

2.2.8. A jelenlegi gyakorlat

2.2.8.1. Hazai számviteli szabályok

A jelenlegi hazai számviteli szabályokat, az alkalmazandó mérlegmodell pilléreit a számviteli törvény – a 2000. évi C. törvény a számvitelről – tartalmazza. Az előzőekben bemutatott mérlegmodellek ismeretében megállapítható, hogy „a jelenlegi számviteli rendszerünk a klasszikus dinamikus mérlegelmélet továbbfejlesztésére épülő rendszer” (Bosnyák [2003], p. 20.). Ennek megfelelően a

¹⁸ Hasonló érveléshez lásd Baricz [2008], p. 5.

vállalkozás folytatásának elvét feltételező beszámolóban a realizált eredmény meghatározása kap prioritást, így az értéktant tekintve alapvetően a realizációs elvre épülő bekerülési érték modell érvényesül.

A múltbeli bekerülési árak aktualizálása során az immateriális javak és tárgyi eszközök esetében a használat miatt bekövetkező amortizációnak megfelelően terv szerinti értékcsökkenés elszámolására van lehetőség. Az időszak végi felülvizsgálatot a számviteli törvény a mérlegkészítéskor ismert piaci érték alapján írja elő. Az óvatosság elvének megfelelően abban az esetben, ha a piaci érték a könyvekben szereplő értéknél tartósan és jelentősen alacsonyabb, akkor terven felüli értékcsökkenést vagy értékvesztést kell elszámolni az eszköz jellegétől függően, ha viszont a piaci érték tartósan és jelentősen magasabb, akkor enyhítve az óvatosság elvének klasszikus szigorán a törvény megengedi a korábban elszámolt terven felüli értékcsökkenés, illetve értékvesztés visszaírását.

A realizációs elvre épülő bekerülési érték modell érvényre jutását célzó fenti előírások mellett bizonyos vagyonelemeknél időérték elven alapuló értékelési lehetőségeket is tartalmaz a számviteli törvény, ezzel lehetővé téve, hogy az adott vagyonelemek reálértéken jelenjenek meg a mérlegben. Ilyen lehetőség bizonyos befektetett eszközök esetében az értékhelyesbítés elszámolása, mely piaci értékre történő felértékelést a saját tőkével szemben kell elvégezni. A devizás tételek fordulónapi árfolyamra történő átértékelésén belül az eszközök fel- és a kötelezettségek leértékelése szintén ezt a célt szolgálja, de ennek nem realizált eredményhatása megjelenik a vállalkozás időszaki eredményében, ahogyan az eszközök le- és a kötelezettségek felértékelésének hatása is, mely utóbbi azonban eredménycsökkentő. A pénzügyi instrumentumok meghatározott körére vonatkozóan lehetőséget biztosít a számviteli törvény a valós értéken történő értékelésre, ami szintén az időérték elv érvényesítését jelenti, s részben saját tőke, részben pedig eredményhatékony elszámolás kapcsolódik hozzá.

A fentiek alapján megállapítható, hogy a számviteli törvény előírásainak megfelelően összeállított mérlegben a vállalkozás könyv szerinti értéke alapvetően a bekerülési érték modell szerinti nettó vagyont¹⁹ jelenti, azaz a saját tőke könyv szerinti értéke nem más, mint az eszközök aktualizált múltbeli bekerülési értéke

¹⁹ A nettó vagyon koncepcióról bővebben lásd Bosnyák [2003], pp. 20-21.

csökkentve az idegen források értékével. Tudnunk kell azonban azt is, hogy mely vagyonelemeknél ad lehetőséget a törvény az időérték elven alapuló értékelési eljárás alkalmazására, s egy vállalkozás könyv szerinti értékének vizsgálatakor érdemes a beszámoló kiegészítő mellékletéből tájékozódni arról, hogy a vállalkozás élt-e a jelenlegi árakon történő értékelés lehetőségével, s ennek megfelelően kell megítélni a nettó vagyonának értékét.

2.2.8.2. Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok

Az Európai Unióhoz történő csatlakozás következtében végrehajtott jogharmonizáció eredményeként a számviteli törvény előírja, hogy a tőzsdén jegyzett vállalkozások összevont (konszolidált) beszámolója tekintetében 2005. január 1-jétől kezdődően kötelező a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok (International Financial Reporting Standards, továbbiakban: IFRS)²⁰ alkalmazása. Tekintettel arra, hogy az empirikus kutatást a magyar tőzsdei vállalkozások vizsgálatával kívánom elvégezni, szükségesnek tartom az IFRS-ek alapján összeállított mérleg és ezáltal a vállalkozás könyv szerinti értéke tartalmának megismerését.

Az IFRS-ek rendszere a koalíciós elméletre épül, s felismerve azt, hogy egy általános célú beszámoló nem képes minden érdekhordozói igény kielégítésére, kiválasztott érdekhordozói körként a befektetők és a hitelezők érdekeinek és információigényének ad prioritást. Az értékeléshez kapcsolódóan a Keretelvek elismerik, hogy jelenleg többféle értékelési eljárás különböző kombinációja jelenik meg a beszámolóban, így a

- bekerülési érték (amennyiért az eszköz beszerzésre került, vagy kötelezettség esetében az ellenében kapott teljesítés értéke),

²⁰ A Nemzetközi Számviteli Standard Bizottság (IASB) 1973 és 2001 között működött, s dolgozta ki a Nemzetközi Számviteli Standardokat (IAS-eket). 2001-ben az IASB-t felváltotta a Nemzetközi Számviteli Standard Testület (IASB), s ekkor a standard-rendszer elnevezése IFRS-re módosult. A korábbi IAS-ek változatlan elnevezéssel hatályban maradnak mindaddig, amíg módosításra vagy visszavonásra nem kerülnek. A standard-rendszert az IAS és IFRS standardok mellett értelmezések alkotják, amelyeket 2002-ig az Értelmezési Állandó Bizottság (SIC), azt követően pedig a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Értelmezési Bizottság (IFRIC) dolgoz ki. (Balázs et al. [2006], p. 7.)

- jelenlegi érték (amennyiért az eszköz aktuálisan beszerezhető, vagy a kötelezettség kiegyenlíthető),
- nettó realizálható érték (amely érték az eszköz értékesítéséből realizálható, vagy a kötelezettség kiegyenlítéseként várhatóan fizetendő),
- jelenérték (jövőbeli becsült pénz be- és kiáramlások jelenre diszkontált értéke).

A Keretelvek ugyanakkor azt is megállapítják, hogy jelenleg a beszámolóban leggyakrabban alkalmazott értékelési eljárás a bekerülési áron történő értékelés, de ez általában más értékelési eljárásokkal kombinálva jelenik meg. Ennek megfelelően az IFRS-ek alkalmazásával összeállított mérlegben a realizációs elvre épülő bekerülési érték modell és az időérték elvre épülő átértékelési modell párhuzamosan van jelen.

Az IASB jelenleg a Keretelvek megújításán dolgozik, mely hosszas munkafolyamat eredménye várhatóan az értékelés mellett a megjelenítés, azaz a mérlegképesség kérdését is érinteni fogja.

2.2.9. Hogyan tovább, avagy eltérő értéktani nézetek

A jelenlegi gyakorlat alapján a mérlegben megjelenő könyv szerinti érték tartalmának megismerése után érdemes kitérni arra, hogy sem a számvitel tudományban, sem a szabályozásban, azaz a standardalkotásban nincs egyetértés a szakemberek körében arról, hogy melyik értékelési elv és értékelési eljárás alkalmazása volna kívánatos a gyakorlatban. A témában megjelenő megközelítések különbözőségének megvilágítására kerül sor a következőkben.

2.2.9.1. Eltérő értéktani nézetek a számvitel tudományban

A jelenlegi nemzetközi gyakorlathoz Staubus [2004] néhány évtizede folyamatosan vallott nézete áll legközelebb. Ezen megközelítés alapja, hogy a beszámoló fő céljának azt tekinti, hogy az a döntéshozatalhoz hasznos legyen. Az érdekhordozók közül a jelenlegi és jövőbeli részvénytulajdonosokat emeli ki, akiknek érdeklődése Staubus [2004] szerint a vállalkozás jövőbeli fizetőképességére

irányul. Tekintettel arra, hogy ezek a befektetők döntéseiket cash flow alapon hozzák, információigényük a vállalkozás jövőbeli várható eseményein alapuló cash flowjára terjed ki. Mindez természetesen hatással van az eszközök és források alakulására is, melyek értékelését piaci értéken javasolja ez a nézőpont. Az egyes eszközök egyedi volta miatt a tényleges piaci érték megismerésére csak azok vállalkozásból történő kiáramlása esetén nyílna lehetőség, ezért ezt a piaci értéket különböző helyettesítő értékekkel kell pótolni. Fontos, hogy a helyettesítő értékek úgy kerüljenek meghatározásra, hogy azok a piaci viszonyokat, a gazdasági elveket visszatükrözzék. Ennek megfelelően Staubus [2004] szerint többféle értékelési eljárás is megjelenhet a könyv szerinti értékekben, attól függően, hogy melyik közelíti legjobban a tényleges kiáramláshoz kapcsolódó piaci értéket.

Egy másik időérték elven alapuló nézet, amit Staubus [2004] is bemutat, Chambers nevéhez kapcsolódik. Chambers [1965] abból indul ki, hogy a számvitel mint nyelvrendszer feladata, hogy információt közvetítsen a vállalatról. Szemléletében az érdekhordozók közül a menedzserek és a tulajdonosok állnak a középpontban, akik Chambers szerint a vállalat pénzügyi helyzetéről, jelenlegi fizetőképességéről igényelnek információt. Ezen információigény kielégítése érdekében a vagyonelemek piaci értéken történő értékelése szükséges. A fizetőképességre pozitív hatással bíró vagyonelemeket, azaz az eszközöket nettó realizálható értéken, míg a fizetőképességet rontó vagyonelemeket, azaz a forrásokat a jelenlegi kiegyenlítéshez szükséges értéken kell szerepeltetni a mérlegben Chambers nézőpontjának megfelelően. Ez a megközelítés lényegében abban tér el Staubus álláspontjától, hogy míg ott különböző értékelési eljárások párhuzamosan szerepelhetnek a mérlegben, addig itt csak egyféle értékelési eljárás az elfogadott.

Szintén homogén értékelési eljárás alkalmazását támogatja Baricz [2008], mely érvelés szerint a kevertáras értékelés összekuszálja a mérlegben megjelenő értékviszonyokat, aminek következtében az érdekhordozók által igényelt mutatószámokon alapuló összehasonlítási lehetőségeket nem biztosítják a mérleg értékei. Az a mérleg, amelynek egyes tételeiben megjelenő vagyonelemek eltérő módon kerülnek értékelésre, nem tükröz tiszta és világos képet Baricz [2008] szerint, ezért ilyen értékek csak akkor mutathatók be a mérlegben, ha azokon kívül egy homogén értékelési elvre épülő értéksor is megjelenik. Csak a mérleg értékoszlopainak megduplázásával érhető el a viszonylag biztos (homogén) és a bizonytalanságot tartalmazó (kevertáras) értékek egymástól való elkülönítése. Baricz

[2008] ezt a megoldást jelentős erőforrásigénye miatt csak a vállalkozások szűkebb körénél tartja alkalmazhatónak. Ezen kívül felhívja a figyelmet annak fontosságára, hogy a szabályozásban ne csak az érdekhordozók szűk körének érdekei érvényesüljenek.

A fenti három megközelítés is rávilágított arra, hogy milyen jelentősége van az érdekhordozói igények közötti prioritások felállításának a mérlegben szereplő értékek, s ezáltal a vállalkozás könyv szerinti értéke tartalmának alakulásában. A kijelölt prioritások ugyanis meghatározzák a mérleg célját, ami maga után vonja a célok eléréséhez szükséges értékelési elvet és eljárást.

2.2.9.2. Eltérő álláspontok a valós értékről a standardalkotásban

Ahogy arra már az IFRS-ek jelenlegi gyakorlatának áttekintése során utaltam, jelenleg is folyamatban van a Keretelvek megújítása, amely többek között az aktiválási és passziválási kritériumokat, valamint a mérlegösszeállítás során általánosan alkalmazandó értékelési eljárásokat is magában foglalja. Az értéktani kérdések vonatkozásában a standardalkotók körében két nézet alakult ki, a valós érték nézet és annak kritikájaként egy alternatív nézet.

Whittington [2008] részletesen bemutatja mindkét nézőpontot, itt csak a legfőbb jellemzők kiemelésére kerül sor. Mindkét megközelítés a jelenlegi áron történő értékelést támogatja, a különbség közöttük abban áll, hogy milyen jelenlegi árakat kellene használni az értékelés során.²¹

A valós érték nézet szerint a beszámoló célja annak gazdasági döntésekhez való használhatóságának biztosítása. Az érdekhordozók közül a jelenlegi és jövőbeli befektetők és hitelezők kapnak prioritást, mely csoportok érdeklődése a jövőbeli cash flow előrejelzésére irányul. A beszámolóval szemben támasztott elsődleges elvárás a relevancia. A megbízhatóság kevésbé fontos követelmény ebben a megközelítésben, azt inkább a hű bemutatás váltja fel. Ezen nézőpont szerint a számviteli információknak a jövőt kell tükrözniük, nem pedig a múltat, a múltbeli

²¹ Erről a témáról lásd még Ronen [2008], amely tanulmány a vállalati kormányzás témakörével összefüggésben vizsgálja a fenti kérdéskört, valamint ehhez kapcsolódóan Turley [2008].

tranzakcióknak csak periférikus jelentősége van, azaz csak annyiban fontosak, amennyiben hatással vannak a jövőbeli cash flow alakulására. A piaci árak tájékoztató, nem vállalat-specifikus becslést adnak a cash flowra vonatkozóan, ezért a piaci eladási árként definiált valós érték a megfelelő értékelési alap. A valós érték nézet feltételezése szerint a piacok általában elegendően teljesek és hatékonyak ahhoz, hogy ily módon biztosítsák a hű bemutatást. A beszámolón belül a mérleget tekintik az alapvető kimutatásnak, az eredménykimutatásban szereplő eredmény konzisztens a nettó eszközök változásával.

Az alternatív nézetben a fentiekkel szemben a beszámoló célja a hasznosság biztosítása mellett a jelenlegi részvényesek felé történő elszámolás. Ebből is látható, hogy ebben a megközelítésben az érdekhordozók közül kiemelt figyelmet kapnak a jelenlegi részvényesek, akiknek beszámolóra vonatkozóan adott visszajelzései befolyással vannak a menedzsment döntéseire. Ezen nézőpont szerint fontos a beszámoló megbízhatósága, hiszen az egy bizonytalan világban az információs aszimmetriát hivatott feloldani, ezért fontos az óvatosság is, mivel az erősíti a megbízhatóságot. A múltbeli tranzakciók és események az elszámoltatás mellett azért is fontosak, mert a jövőbeli cash flow előrejelzés inputjait jelentik, így a múltbeli vagy jelenlegi költség releváns értékelési alap lehet. Az alternatív nézet feltételezése szerint a piacok nem tökéletesek és nem teljesek, így a piaci lehetőségek vállalat-specifikusak. Ennek megfelelően a beszámolónak a vállalkozás pénzügyi teljesítményét és pénzügyi helyzetét is tükröznie kell, mégpedig olyan vállalat-specifikus módon, amely a vállalat piaci lehetőségeit megvilágítja. Bizonyos körülmények között elképzelhetőnek tartja ez a nézet, hogy a beszámolón belül a pénzügyi helyzet és az eredmény kimutatása fontosabb, mint a mérleg, de az időszakra vonatkozó kimutatások és a mérleg közötti konzisztenciának meg kell maradnia.

Whittington [2008] álláspontja szerint a fenti alternatív nézet még nem teljesen kiforrott, még nem képez egységes modellt, sok benne a variációs lehetőség. Véleménye szerint az akadémiai szakirodalomban megjelent ún. deprivation value modell tartalmazza ezen álláspont elemeit és már jól megalapozott. Ez a megközelítés nem egy általánosan alkalmazandó értékelési eljárás előírását támogatja, hanem azt vallja, hogy a vállalat gazdálkodásának megfelelő értékelési eljárást kell választani, aminek eredményeként párhuzamosan több értékelési eljárást is megenged.

Az itt bemutatott eltérő nézőpontoknál is világosan látszik, hogy a különbség elsősorban az érdekhordozók között felállításra kerülő prioritások megválasztásában és ezáltal a mérleg céljának kijelölésében rejlik.

Érdekes kérdés volna a jövőben alkalmazandó értékelési elvek és eljárások részletes vizsgálata, az azonban akár egy önálló kutatás tárgyát is képezhetné. Tekintettel arra, hogy az empirikus kutatás elméleti megalapozásához a jelenlegi gyakorlat alapján kialakuló könyv szerinti érték tartalmának ismerete szükséges, a jövőben várható változások lehetséges irányainak részletesebb tárgyalásától eltekintek.

2.3. A PIACI ÉRTÉK

2.3.1. A vállalkozás piaci értékével kapcsolatos fogalmak és értelmezések

2.3.1.1. A piaci érték és a belső érték

A vállalkozás piaci értékére vonatkozóan különböző fogalmak és értelmezések találhatók a szakirodalomban.

Pratt [1992] a *reális piaci érték* megfogalmazást használja, s úgy határozza meg, „mint azt a pénzbeli vagy azzal egyenértékű eszközökben kifejezett árat, amelyért a tulajdonos gazdát cserél a vásárolni kész vevő és az eladni kész eladó között, amennyiben a felek kellő információval rendelkeznek a vonatkozó tényekkel kapcsolatban, és egyikük sem cselekszik kényszer hatása alatt” (Pratt [1992], p. 12.). A definícióban fontos elem, hogy a felek képesek és hajlandók is a tranzakcióban való részvételre. A reális piaci érték ennek megfelelően egy árat testesít meg, amelyen az adás-vétel létrejön, illetve az adott pillanatban és körülmények között létrejönne. Ehhez kapcsolódóan Bélyácz [1995] arra hívja fel a figyelmet, hogy valóságos piaci érték csak ténylegesen megvalósult tranzakció során alakulhat ki, minden egyéb esetben csak megalapozatlan becslésről beszélhetünk.

A piaci érték fogalmával kapcsolatban fontos megemlíteni a Pratt [1992] által *befektetési, alapvető vagy belső érték*ként definiált fogalmat. Ez azt az összeget jelenti, amelyet az adott befektető a részvény „igazi”, „reális” értékének tekint. A belső érték meghatározására a pénzügyi szakirodalomban többféle módszert is találhatunk, így például a jövőbeli osztalék becslésén alapuló Gordon-modellt, vagy az azzal párhuzamosan létjogosultságot szerző, az osztalékot kiiktató, s helyette a beruházásokra koncentráló Miller és Modigliani nevéhez fűződő osztalék irrelevancia-modellt, illetve a nettó profitból kiinduló, s a szabad működési pénzáramot bevezető, Weston és Copeland által kidolgozott, majd Copeland, Koller

és Murrin által az időhorizont két szakaszra bontásával továbbfejlesztett folyamatos érték koncepciót.²²

Hatékonyan működő értékpapírpiacon esetén a vállalkozás reális piaci értéke, azaz ára, éppen megegyezik a belső értékkel. Ehhez arra van szükség, hogy a piacon jelenlevő felek számára ugyanazt a szubjektív értéket képviselje a vállalkozás, azaz az értékre vonatkozó egyéni becsléseik megegyezzenek, ekkor ez a szubjektív belső érték objektív reális piaci értékké válhat. Az ebben az egyensúlyi helyzetben létrejövő adás-vétel egyik fél számára sem jelent nyereséget vagy veszteséget. A potenciális nyereség hiánya miatt a befektetői szakirodalom szerint ilyenkor nem érdemes sem eladni, sem vásárolni a részvényt piacon. Amikor a piaci érték a belső érték alatt marad, akkor a vásárlás, míg fordított helyzetben az eladás tekinthető racionális döntésnek. Természetesen a rendelkezésre álló információk alapján a belső érték és az adás-vételi döntés folyamatos újragondolása szükséges.²³

Graham – Dodd [1934] az értékpapír-elemzés Bibliájának tartott művében szintén a *belső érték* és a *piaci érték* különbözőségére hívja fel a figyelmet. Belső érték alatt ők a tények által – mint például az eszközök, a nyereség, az osztalék és az előrejelzések – meghatározott értéket értik, megkülönböztetve azt a mesterséges manipulációkon alapuló vagy pszichológiai hatások által torzított piaci árfolyamoktól. Emellett hangsúlyozzák azt is, hogy a belső érték korántsem olyan világos, olyan egyértelműen meghatározható, mint a piaci ár.

Bélyácz [1992a] a vállalkozás értékével kapcsolatban az érték három dimenzióját említi, azaz az *egyéni*, a *piaci* és a *belső érték* egybevetésének fontosságát emeli ki. Véleménye szerint „az értékre vonatkozó individuális becslés piaci megmértetésének a belső érték a mozgási centruma” (Bélyácz [1992a], p. 7.). E megközelítés értelmében az értékre vonatkozó szubjektív, ex ante becslés az egyéni érték, az „igazi” értékre vonatkozó, ex post adat a belső érték, míg az adás-vételi tranzakcióban megjelenő ár a piaci érték. Bélyácz [1995] hangsúlyozza, hogy a

²² A belső érték meghatározásáról bővebben lásd például Bélyácz [1995], Copeland-Koller-Murrin [1999] és Damodaran [2005].

²³ Erről részletesebben lásd Bélyácz [1992a], pp. 12-17. és Pratt [1992], p. 15.

benső érték becslése a jövőbeli remélt hozamok pénzáramára alapozható, de annak piaci értékkel való kapcsolata legkevésbé tisztázott.

Hitchner [2003] a piaci értéket Pratt megközelítéséhez hasonlóan az árból vezeti le, hiszen a vállalkozás piaci értékét a részvényei árfolyamának és a kibocsátott részvények számának szorzatával azonosítja.

2.3.1.2. A vagyon- és a tőkeérték koncepció

Bélyácz [1992a] rávilágít arra is, hogy egy vállalkozás értékének vizsgálata során különbséget kell tenni annak *vagyonértéke* és *tőkeértéke* között. Az érték e két dimenziója mindenképpen megkülönböztetést igényel, s nem helyettesíthetik egymást.

A vagyonérték a vállalkozás vagyonelemeinek értékét jelenti. Ezt a megközelítést követi a számvitel, így ennek sajátosságai a könyv szerinti értékről szóló fejezetben már részletesen kifejtésre kerültek.

A tőkeérték megközelítés a vagyonelemek jövőbeli működtetése által keletkező jövedelem és pénzáram becslésén alapul. Ez tehát egy jövőorientált koncepció, amely a vállalkozást működő rendszernek tekinti, és a jövőbeli lehetőségeire fókuszál. A vállalkozás működése során Bélyácz [1992a] passzív tényezőnek a vagyont, míg aktív tényezőnek az azt működtető emberi tőkét tekinti. Ebben a megközelítésben a tőkeérték a vállalkozás tartós jövedelemtermelő képességét jelenti, amely mindvégig a gazdálkodás színvonalától függ. A tőkeértéket így „a vállalatban foglalt emberi tőke, szellemi kapacitás, vállalkozókészség, piaci kapcsolatok, irányítási színvonal határozza meg” (Bélyácz [1992a], p. 11.). Ebből jól látható, hogy a tőkeérték nagymértékben függ a vagyont működtető vezetők tevékenységétől.

A vagyonérték és a tőkeérték nézőpontról részletesen ír Ulbert [1994] is, bár ő az utóbbit hozamérték koncepció néven mutatja be. Nézőpontja szerint a benső érték a vagyon- és hozamértékek egyfajta kombinációja, s a piaci érték mozgáscentrumát jelenti, amelytől az hosszú távon jelentősen nem térhet el. Nem foglal állást a tekintetben, hogy a benső értéket a vagyon- vagy a hozamérték koncepció tükrözi-e hűebben, a két elvet e vonatkozásban azonos értékűnek véli,

mint a benső érték egy-egy megközelítési formáját. Ezzel azt is állítja, hogy „a piaci érték és a vagyonérték, valamint a piaci érték és hozamérték viszonylatában közvetlen kapcsolatok nem mutathatók ki” (Ulbert [1994], p. 100.).

2.3.1.3. A piaci érték fogalma jelen kutatás szerint

Jelen kutatás során a piaci érték fogalma alatt Pratt [1992] reális piaci érték megfogalmazásához hasonlóan a vállalkozás piaci árát, azaz azt az értéket értem, amelyen a vállalkozás jelenlegi tulajdonosa eladná a céget, s valaki más pedig megvenné azt, tehát amely áron a tényleges üzletkötés megtörténne. Ez az empirikus kutatásba bevonásra kerülő tőzsdén jegyzett vállalatok esetében, amelyeknél az üzletkötés nyilvánosan zajlik, a részvényárfolyamban testesül meg, így a vállalkozás piaci értékét a napi részvényárfolyam és a kibocsátott részvények számának szorzata adja.²⁴

Az empirikus kutatás tőzsdén jegyzett vállalkozások vizsgálatára irányul, mivel ezen vállalkozásoknál állnak rendelkezésre nyilvános adatok a piaci értékre vonatkozóan. A részvényárfolyamok jelzik az adott időpontban megvalósuló adásvételi tranzakciókban alkalmazott árakat, ezáltal olyan értékek állnak rendelkezésre a kutatáshoz, amelyek ténylegesen megtörtént tranzakciókhoz kapcsolódnak, s nem csak becslések a vállalkozás piaci értékére vonatkozóan.

A továbbiakban a piac hatékonyságának, valamint az empirikus kutatás elméleti megalapozása érdekében a részvényárfolyamoknak, s az azok alakulását befolyásoló tényezőknek a vizsgálatára kerül sor.

2.3.2. A piaci hatékonyság kérdése

A vállalkozás értékére vonatkozó legjobb mérőszám tökéletes versenypiacként működő értékpapírpiacon esetén a részvény árfolyama.²⁵ Tökéletes versenypiacról akkor beszélhetünk, ha a be- és kilépési korlátoktól mentes piacon jelenlévő, tökéletesen informált szereplők számára a részvények árfolyama külső

²⁴ Ezt a szakirodalomban piaci kapitalizációként is említik.

²⁵ Erről a kérdéssel bővebben lásd Bélyácz [1992a], p. 9.

adottságnak tekinthető, azt a kereslet és kínálat egyensúlya határozza meg, és az minden elérhető információt tükröz.

Bélyácz [1995] nézőpontja szerint hatékonyan működő értékpapírpiacon a piaci érték és a benső érték megegyezik egymással. Így tehát a piacot akkor tekinthetjük hatékonynak, ha az összes értékpapír értéke bármely időpontban tükrözi a piaci és a benső érték azonosságát biztosító összes rendelkezésre álló információt. Amennyiben a piaci érték és a benső érték megegyezését eredményező egyensúlyi helyzetet tekintjük a hatékonyság feltételének, akkor a piacot csak ritkán nevezhetnénk hatékonynak, hiszen a piaci érték és a benső érték azonossága csak hosszabb idő átlagában érvényesül.

Jaksity [1998] szerint a befektetők által elért hozamok jelzik, hogy hatékony piaccal állunk-e szemben. Hatékonyan működő pénzügyi piacon egyensúlyi helyzet áll fenn, ezért nincs lehetőség az átlagosnál magasabb hozam elérésére. Azonban vannak olyan befektetők, akik konzisztensen az átlagosnál magasabb hozamokat, azaz extraprofitot érnek el, ami arra enged következtetni, hogy gondok vannak a piaci hatékonysággal.

Higgins [2000] megfogalmazásában a piac akkor tekinthető hatékonynak, ha az árak gyorsan reagálnak az új információkra, és a jelenlegi árak teljes mértékben visszatükrözik a kereskedés tárgyát képező eszközzel kapcsolatban elérhető összes információt.^{26 27}

Érdekes Higgins [2000] megközelítése, mivel azt mondja, hogy a piaci hatékonyság kérdése egyrészt nem fekete vagy fehér, hanem a képet árnyalni kell, azaz azt állapíthatjuk meg, hogy adott esetben a piac többé vagy kevésbé hatékony. Véleménye szerint másrészt arra is figyelemmel kell lenni, hogy a piaci hatékonyság

²⁶ A piac új információkra való reakciójával kapcsolatban Louis Ederington és Jae Ha Lee 1995-ben publikált kutatását idézi Higgins [2000], akik szerint a menetrendszerűen megjelenő hírek már a kibocsátásukat követő 10 másodpercen belül megváltoztatják az árakat, s 40 másodperc elteltével már teljesen kifejtik hatásukat.

²⁷ A hatékony piacok elméletéről lásd még Bodie – Kane – Marcus [2005], pp. 401-441. és Damodaran [2006], pp. 111-150.

nézőpont kérdése, hiszen másként érzékelik azt a különböző információkkal rendelkező szereplők.

Ennek megfelelően megkülönbözteti a hatékonyság gyenge, közepesen erős és erős formáját. A piac gyengén hatékony akkor, ha a jelenlegi árak teljesen visszatükrözik a múltbeli árakra vonatkozó információkat. A hatékonyságot közepesen erősnek tekinti abban az esetben, amikor az árak teljesen tükröznek minden nyilvánosan elérhető információt. A piaci hatékonyság erős formája esetén az árak minden nyilvános és privát információt is teljes mértékben visszatükröznek.²⁸

A fentiek alapján is láthatjuk, hogy a piacok hatékony mivoltának megítélése nem egyforma a szakirodalomban ezért érdemes megvizsgálni, hogy a közgazdaságtanban jelenleg uralkodó nézetek szerint mennyiben tekinthetők tökéletesnek, illetve hatékonyak a piacok.

A XX. század utolsó évtizedeiben a Keynes-féle közgazdaságtant felváltó, Friedrich Hayek és Milton Friedman nevével fémjelzett neoliberális közgazdaságtan vált uralkodóvá, amely nézet a piacok szabadságát, a laissez faire-t hangsúlyozta. A piaci fundamentalizmus néven is ismert szemlélet szerint a piaci versenyben csak a dereguláció, a privatizáció és a beavatkozás-mentes szabadpiac jelentheti a megoldást.²⁹

Az elmúlt években, a 2008-ban kirobbant pénzügyi és gazdasági válság következtében egyre többször találkozhatunk olyan véleménnyel, hogy a neoliberális ideológia nem működőképes. Stiglitz [2009] álláspontja szerint a piac nem képes az önszabályozásra és az erőforrások hatékony allokációjára, a neoliberális közgazdaságtan láthatatlan kézbe vetett hite elhibázott volt, mivel szerinte a láthatatlan kéz azért láthatatlan, mert nem is létezik. Úgy látja, hogy a modern közgazdaságtani elméletek egyéb irányzatai, mint például az általa is képviselt tökéletlen információk elmélete, megmagyarázzák, miért is nem működtek a piacok annyira jól, mint ahogyan azt várták. Leegyszerűsítve a problémát elmondható, hogy a piaci egyensúly nem alakult ki Pareto-hatékony módon, valahányszor információs

²⁸ Erről részletesen lásd Higgins [2000], pp. 168-172.

²⁹ Erről részletesen lásd Berend [2004].

tökéletlenség és aszimmetria, illetve tökéletlen kockázati piacok voltak jelen. Erre példaként az elmúlt évek pénzügyi és gazdasági válságát említi. A neoliberális közgazdaságtani megközelítés szerint ilyen helyzetben türelemmel kell lenni, mivel a piac önszabályozó mechanizmusa hosszú távon működésbe lép, s helyreállítja az egyensúlyt. Erre Stiglitz [2008b] Keynes gondolatát idézve úgy érvel, hogy nem lehet erre várni, mivel hosszú távon mindannyian halottak vagyunk.³⁰

Az előző gondolatok alapján összességében megállapítható, hogy a piac mindenek felett álló tökéletességére és hatékonyságára vonatkozó nézetek megdőlni látszanak. Mindennek ellenére azonban az empirikus kutatás során jól használható a vállalkozás piaci értékének vizsgálatára a részvényárfolyam, mivel az megvalósult tranzakción alapul, s ezáltal tényleges árakat, nem pedig bizonytalan becsléseket tükröz.

2.3.3. Részvényárfolyam: belső vs. spekulatív érték?

Barker [2001] a részvényárfolyamok megkülönböztetését hangsúlyozza, nézőpontja szerint az tükrözhet alapvető (azaz belső) értéket vagy spekulatív értéket. Alapvető érték alatt a hosszú távú tőkebefektetés értékét, míg spekulatív érték alatt a rövid távon, spekulatív kereskedés révén elérhető értéket érti.³¹

Véleménye szerint nincs garancia arra, hogy adott pillanatban a részvényárfolyam az alapvető értéket tükrözi. J. M. Keynes gondolatait idézve állítja, hogy az esetek nagy részében a spekulatív érték jut érvényre a részvények árfolyamában, hiszen a részvényt piacok viselkedését a befektetők hangulata, valamint racionalitása vezérli, s ez a spekulatív viselkedés eltéríti a piaci értéket az alapvető értéktől.

³⁰ A piaci hatékonyság hiányáról részletesen lásd például Stiglitz [2009], [2008b], [2008c].

³¹ Ehhez kapcsolódóan érdemes megjegyezni, hogy a szakirodalom megkülönbözteti a befektető és a spekuláns kategóriáját. Erről részletesen lásd például Jaksity [1998], pp. 388-389., vagy Graham – Dodd [1934], pp. 50-56.

Keynes a jövőbeli bizonytalanságot és a likviditást azonosítja a részvénytőkepiac két olyan jellemzőjeként, amelyek a spekulatív viselkedéshez vezetnek. Ez a két faktor Keynes elmélete alapján spekulatív buborékot generál. Az első tényező, a jövőbeli bizonytalansági faktor lényege, hogy azt a jelenlegi részvénytőkepiaci értékek befektetői észlelése határozza meg. A befektetők Keynes szerint általánosan elfogadott hiedelmeket, azaz várakozásokat gyártanak a jelenbeli információk alapján a bizonytalan jövőre vonatkozóan, feltételezve azt, hogy a jelenlegi helyzet nem változik. Mindehhez jön még hozzá, hogy a háttérben ott van a likviditás szempontja.³²

Barker [2001] a keynesi elmélet relevanciájának szemléltetésére az 1990-es évek végi internet-buborékot említi, amikor a részvényárfolyamok emelkedése beépült a befektetők várakozásaiba, ami a kereslet növekedéséhez, s ezáltal az árfolyamok további emelkedéséhez vezetett, mígnem a buborék végül kipukkadt.³³

2.3.4. A részvényárfolyamok alakulását befolyásoló tényezők

2.3.4.1. Gondolatok az árfolyamok alakulásáról

A piaci érték minden esetben konszenzus eredményeként alakul ki, amelynek létrejötte érdekében a tranzakcióban résztvevő felek korrigálják egyéni becsléseiket, s számos további tényező is befolyásolja a piaci érték alakulását. Bélyácz [1992a], p. 12. szerint „a piaci érték minden pillanatban az üzleti tranzakcióban résztvevők egyéni preferenciáinak, szeszélyének, a szervezett tőkepiacok lélektani klímájának, az üzleti trendek ingadozásainak, a politikai kondícióknak, a gazdasági fejlődés általános irányainak és hasonló tényezőknek a függvénye”. Emellett a piaci adás-vétel mindenkor volumene is közvetlen hatást gyakorol a piaci érték alakulására.

³² A részvényárfolyamok elemzői előrejelzésektől való eltéréseinek okait vizsgálva Graham – Dodd [1934], pp. 20-22. is hasonló álláspontra jut. Véleményük szerint az eltérés oka a kiinduló adatok hibás volta, a jövőbeli bizonytalanság és a piac irracionális viselkedése lehet.

³³ Erről részletesen lásd Barker [2001], pp. 5-10.

Az egyéni becslések alapját Pratt [1992] szerint a cég eszközeinek értéke mellett a valószínű jövőbeli nyereségre és osztalékra vonatkozó információk, valamint a valószínű jövőbeli növekedési ütem adják. Az ezen információk alapján becsült szubjektív érték szükségszerűen eltérő az egyes piaci szereplők esetében, hiszen a jövőbeli adatokra vonatkozó becsléseikben rejlő különbségek mellett eltérő lehet kockázatvállalási hajlandóságuk, adózási helyzetük, illetve az adott részvény egyéb érdekeltségeikkel közösen biztosított szinergiahatása.

A vállalatok piaci értékét Tompa [1995] szerint a vagyon könyv szerinti értéke mellett annak aktuális piaci értéke, illetve a hozamérték befolyásolja. Ezek közül a részvényárfolyamra alig gyakorol hatást a vagyonérték, sokkal inkább alakítja azt az adózott nyereségtől és az üzleti kilátásoktól függő, számított hozamérték.

Véleménye szerint a tőzsdei árfolyamok alakulását olyan nyilvánosságra hozott információk befolyásolják, mint a társaság alaptőkéje, a tőzsdére bevezetett részvények névértéke és kibocsátási árfolyama, a társaság nyereség- és jövedelmezőségi adatainak alakulása, a fizetett és a várható osztalék mértéke, valamint a megtérülést számszerűsítő, az árfolyam és az adózott nyereség hányadosaként számítható P/E mutató értéke. Emellett hatással vannak az árfolyam alakulására olyan egyéb tényezők is, mint a kereslet-kínálat alakulása, a tőzsde forgalma és likviditása, nagybefektetők megjelenése, valamint a tőzsdei spekuláció, a részvények iránti bizalom vagy annak elvesztése.

Ehhez hasonlóan Bélyácz [1995] is hangsúlyozza, hogy számos tényező van hatással a részvények árfolyamára. Azok leértékelődéséhez vezethetnek olyan tényezők, mint az általános tőkeszűkösség, a piacra jutás korlátai, a menedzseri kompetencia fejletlensége, a világpiaci versenyképesség korlátozottsága és az a tény, ha a tulajdonosok tömegével szabadulni akarnak a birtokukban lévő vállalat részvényeitől.

Barker [2001] kiemeli, hogy a pénzügyi piacokon az értékelés mindig relatív, mivel a befektető az adott befektetés által kínált hozamot a többi befektetési lehetőség hozamának tükrében értékeli. Ezzel arra hívja fel a figyelmet, hogy minden értékelés relatív, s nem lehet semmit önmagában értékelni.

Rappaport [2002] megközelítésében a részvényárfolyam a jövőbeli teljesítményre vonatkozó piaci várakozások legtisztább mutatószáma. A tőzsdei értékelést ő olyan folyamatként képzei el, amelynek kiindulópontját a vállalati tervezés és teljesítményértékelés adatai jelentik, majd a beszámolókon és jelentéseken keresztül a piaci szereplőkhöz eljuttatott adatok részvénytőzsdai értékelését követően alakul ki a részvényárfolyam, ami a vállalat jövőbeli teljesítményére vonatkozó várakozásokat tükrözi. Rappaport gondolatának sajátossága, hogy szerinte a részvényárfolyamok visszacsatolnak a vállalat teljesítményére, így a tőzsdei értékelést ő körfolyamatként szemlélteti.³⁴

Damodaran [2006] is azt a nézőpontot képviseli, hogy a vállalat piaci értéke a piaci várakozásokat tükrözi a vállalat nyereségtermelő képességével és jövőbeli pénzáramlásaival kapcsolatban.

2.3.4.2. A részvényértékelés különböző megközelítései

Woolridge – Gray [2003] kifejti, hogy a részvény értékelésének három megközelítése létezik, amelyek mindegyike más tényezőkre vezeti vissza a részvényárfolyam alakulását, s mindhárom filozófia másként képzei el a részvényárfolyam mint piaci érték és a belső érték kapcsolatát.

A technikai elemzés szerint a részvényárfolyamokat rövid távon a piaci pszichológia változásai, a kereslet és a kínálat alakulása befolyásolja. Ebben a megközelítésben tehát az árfolyam alakulását kizárólag a pszichológiai, technikai és kozmikus tényezők vezérlik, melynek eredményeként nincs szükségszerű kapcsolat az árfolyam és a belső érték között.

A fundamentális elemzés szerint a részvényárfolyam értékvezérlője a nyereség és az osztalék, tehát az árfolyamot a vállalkozás jelenlegi és jövőbeli működése és pénzügyi teljesítménye határozza meg. E filozófia szerint az árfolyam hosszú távon a belső értékhez igazodik, így végül is azonos az értékkel.

³⁴ Részletesen lásd Rappaport [2002], p. 118.

A modern portfólió elmélet szerint a kockázat és a megtérülés vezérli az árfolyam alakulását. Ez a filozófia a piacot hatékonnak tekinti, ahol az árakba minden információ nagyon gyorsan beépül, így a részvényárfolyam mindig megegyezik a belső értékkel. E felfogás szerint nem lehetnek soha alul- illetve felülértékelt részvények.³⁵

2.3.4.3. A részvényárfolyamokat befolyásoló tényezők rendszerezése

A szakirodalomban megjelent megközelítések rendszerezése alapján úgy gondolom, hogy a részvényárfolyamokat befolyásoló tényezők az alábbiak szerint csoportosíthatóak.

Vállalati adatok és azok előrejelzései

A fenti nézőpontok között is láthattuk, hogy a részvényárfolyamok alakulását befolyásolja a vállalkozás vagyonának értéke. Ezzel kapcsolatban azt is olvashattuk, hogy ennek hatása nem jelentős. Lényegesebb befolyással bír a tőke- vagy hozamérték, ami a jövőbeli nyereség és osztalék értékére vonatkozó szubjektív becslést jelent. Ezek a jövőre vonatkozó várakozások magukban foglalják a vállalat menedzsereinek kompetenciájának megítélését is, hiszen a hozamérték tekintetében a vállalkozás vagyonát mozgató emberi tőke kulcsfontosságú.

Ehhez kapcsolódóan fontos megjegyezni, hogy a vállalatok befektetési terveiről megjelenő hírek is hatással vannak a részvényárfolyam alakulására, mivel azok a jövőre vonatkozó várakozásokat befolyásolják.

Népszerű feltételezés befektetői körökben, hogy a tőzsde előre jelzi a vállalati eredmények alakulását. Ezen gondolat hátterében az a megközelítés áll, miszerint a részvényárfolyamokat az eredmény- és osztalékadatok előrejelzése határozza meg, hiszen ebben az esetben tudják az árfolyamok előre jelezni az eredmény alakulását, feltételezve, hogy az eredményre és osztalékra vonatkozó becslések jól közelítették a későbbi tényleges értékeket. Lovas [2010c] erre a feltételezésre reagálva állítja, hogy

³⁵ Erről részletesen lásd Woolridge – Gray [2003], pp. 15-5 – 15-11.

a tapasztalatok ezzel ellentétesek, ugyanis azok azt mutatják véleménye szerint, hogy a piac legjobb esetben is csak a jelenbeli eredményadatok visszatükrözésére képes.

Gazdasági környezet

A részvényárfolyamok alakulását a vállalat jövedelemtermelő képessége mellett, illetve azon keresztül a környezete is befolyásolja. Ilyen befolyásoló tényezők lehetnek a világgazdasági, a nemzetgazdasági és az ágazati jellemzők, a gazdasági fejlődés iránya, a versenyképességi helyzet alakulása és a politikai körülmények.

Bodie – Kane – Marcus [2005] is arra hívja fel a figyelmet, hogy a vállalat részvényárfolyamainak alakulását a jövőbeli nyereségességen keresztül nagymértékben befolyásolják a makrogazdasági és az ágazati körülmények. A gazdasági környezet vizsgálatával kapcsolatban azt hangsúlyozza, hogy a tágabb környezetet, a világgazdasági és nemzetgazdasági sajátosságokat, valamint a szűkebb környezetet, azaz az ágazati sajátosságokat sem szabad figyelmen kívül hagyni.

A tőzsde, a részvényárfolyamok visszatükrözik tehát a gazdasági helyzetet. Lovas [2009g] bemutatja, hogy ez a munkaerő-piaci helyzetre is igaz. Érvelése szerint az elmúlt 60 év tapasztalatai azt mutatják, hogy stabil munkaerőpiacra van szükség ahhoz, hogy az árfolyamok stabilan emelkedjenek. Mindez azzal magyarázható, hogy a munkaerő-piaci stabilitás helyreállításához, azaz a munkanélküliség csökkenéséhez a gazdasági aktivitás élénkülésére van szükség, ami egyben az árfolyamok emelkedését is elősegíti.

Lovas [2010b] a politika tőzsdére gyakorolt hatásai közül a választások hatásait vizsgálja. Az Amerikai Egyesült Államokban 1833-2004 közötti időszakra végzett kutatást idézve állítja, hogy az elnökválasztás előtti évben nyújtják a legjobb teljesítményt a piacok, a választás évében szintén jelentős emelkedéseket regisztráltak, míg a választást követő első évben, sőt az elnöki ciklus első felében csak az árfolyamok szerényebb emelkedését tapasztalták. A magyar tőzsdén hasonlókat azonban nem tapasztaltak, az országgyűlési választásokat követő visszaeséseknek mindig nemzetközi okai voltak.

Pszichológiai és egyéb tényezők

A részvényárfolyamok alakulását az előbbiek mellett pszichológiai és egyéb tényezők is befolyásolják. A technikai elemzés nézőpontja szerint rövid távon csak ezek a tényezők alakítják az árfolyamokat. Ilyen lehet például a tőzsdei klíma, az üzleti trendek, a likviditási helyzet, a kereslet és a kínálat alakulása, a tranzakció volumene, a nagybefektetők megjelenése, a spekuláció és a részvényt piacokban, az országba, a nemzetgazdaságba, az ágazatba, vagy az adott vállalatba vetett bizalom.

Koller – Goedhart – Wessels [2005] arra mutatnak rá, hogy a piac sokszor hajlamos túlereagálni az olyan információkat, mint például a vállalat vezetőiről szóló negatív hírek, vagy éppen a vállalat számos jó minőségű terméke mellett jelenlévő egyik kisebb termékének hibás konstrukciójáról szóló információk.³⁶ Felhívják a figyelmet a ciklikusan működő iparágak esetében a ciklus kínálta lehetőségekre is, amelyek a vállalkozás eredményességét érinthetik, s ezáltal hatást gyakorolhatnak a részvény árfolyamára is.

Damodaran [2006] a pénzügyek viselkedési elméletére hívja fel a figyelmet, melynek lényege, hogy a befektetők irracionális viselkedését pszichológiai modellek segítségével vizsgálja. Az irracionális viselkedés legfőbb jelei, hogy a befektetők hajlamosak bizonyos információkat túlereagálni, illetve csordában vásárolni és eladni. Ez a viselkedés jelentősen eltérítheti a részvényárfolyamokat a tényleges belső értéktől, ami a különböző lufik kialakulásához is vezethet.³⁷

A részvényárfolyamok alakulását befolyásolják olyan egyéb tényezők is, mint a befektetői manipulációk, spekulációk. Ennek egy példáját ismerteti Lovas [2009i], illetve számos példájával találkozhatunk Kostolany [1990] művében.

Egy további érdekes megfigyelést mutat be Damodaran [2006], miszerint a részvények árfolyama január hónapban jelentősen emelkedik, ami az intézményi befektetők kereskedési szokásainak tudható be. Ők ugyanis adózási szempontok miatt az év végén értékesítik azon befektetéseiket, amelyek árfolyama csökkent,

³⁶ Szintén a piac túlereagálásra való hajlamát vizsgálja De Bondt – Thaler [1985] is.

³⁷ A pénzügyek viselkedési elméletéről bővebben lásd Damodaran [2006], pp. 130-131.

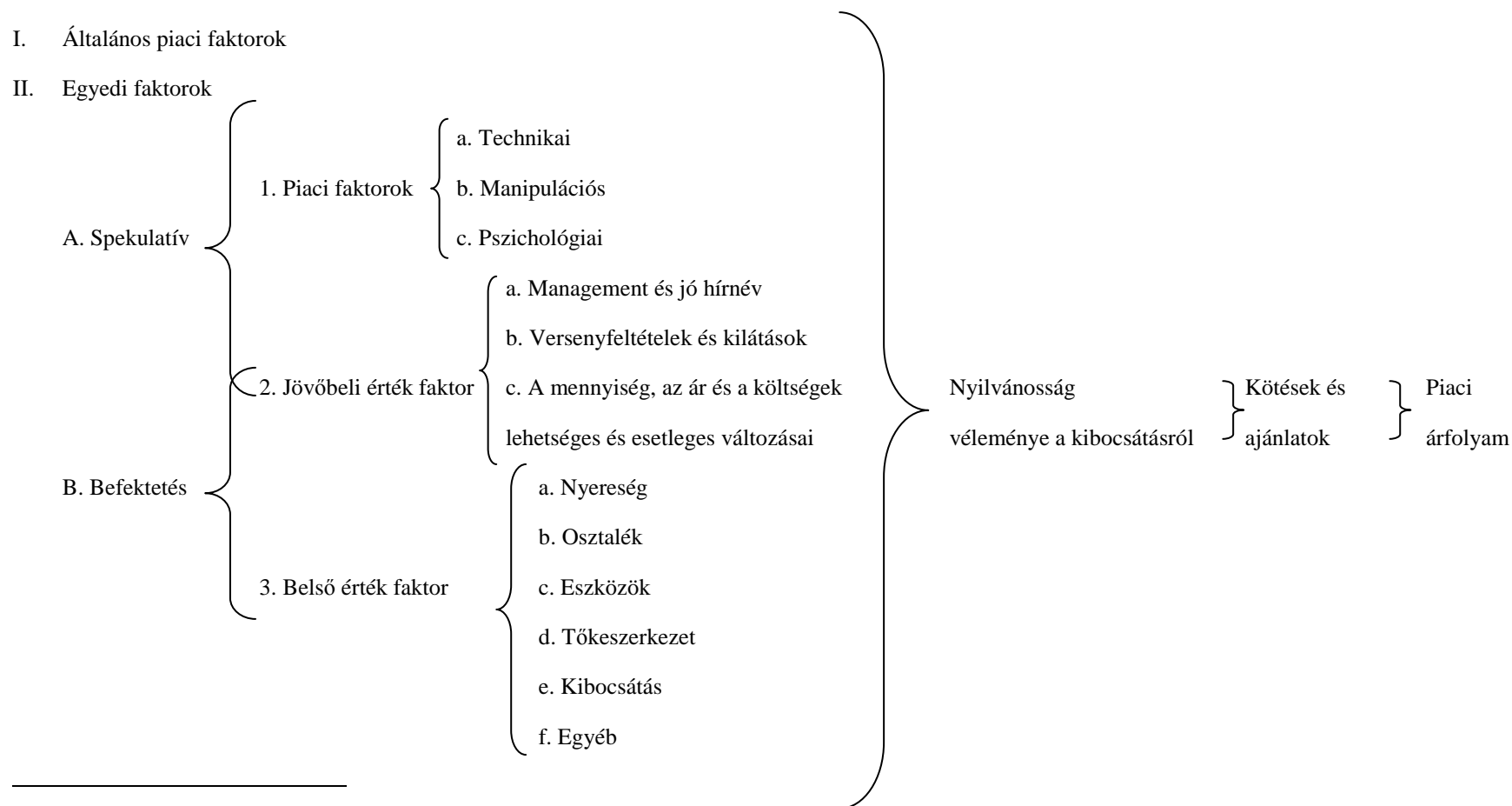
ezáltal realizálva a veszteséget, s a következő év első napjaiban újból vásárolni kezdenek.³⁸

2.3.4.4. Graham – Dodd koncepciója a részvényárfolyamról

Graham – Dodd [1934] az alábbi ábrában gyűjtötte össze a részvényárfolyamot befolyásoló tényezőket, mely ábra szemlélteti, hogy a különböző összetevőkből hogyan alakul ki az árfolyam.

³⁸ A január hatásról bővebben lásd Damodaran [2006], pp. 139-141. Ugyanitt hétvége hatásról is találunk megfigyelési adatokat.

A BELSŐ ÉRTÉK FAKTOROK ÉS A PIACI ÁRFOLYAM KAPCSOLATA³⁹



³⁹ Graham – Dodd [1934], p. 23. (fordítás)

A részvényárfolyamokat befolyásoló tényezők között Graham – Dodd [1934] megkülönbözteti az általános piaci faktorokat és az egyedi faktorokat. Az egyedi tényezők között jeleníti meg a befektetői és a spekulatív hatásokat, melyek közül az előbbi a tényekre alapozott, míg az utóbbi az attól eltérítő elemeket tartalmazza.

A belső érték faktort részlegesen és közvetetten befolyásoló tényezőnek tekinti. Részleges, mivel a tisztán spekulatív tényezőkkel versengve alakítja a részvényárfolyam értékét. Közvetett, mivel az emberek véleménye és döntései közvetítésével gyakorol hatást. A piacot szavazógéphez hasonlítja, amely a számtalan piaci szereplő részben észérveken és részben érzéseken alapuló választásait regisztrálja.

A jövőbeli érték faktort, annak bizonytalansága miatt, mind a befektetői, mind a spekulatív tényezők közé sorolja.

Az egyedi faktorok harmadik nagy csoportját spekulatív piaci tényezőnek nevezi, amely technikai elemek mellett manipulációs és pszichológiai elemeket tartalmaz.⁴⁰

⁴⁰ Erről részletesen lásd Graham – Dodd [1934], pp. 23-26.

2.4. A PIACI ÉRTÉK ÉS A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ELTÉRÉSÉNEK LEHETSÉGES MAGYARÁZATAI

2.4.1. Az eltérés könyv szerinti értékből hiányolt tételekkel való magyarázata

2.4.1.1. A hiányolt tételek áttekintése

A témával foglalkozó kutatások egy része a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését a számvitel hiányosságaival magyarázza. Ezek a megközelítések a gazdaság sajátosságainak megváltozásából indulnak ki, és az értékteremtés szemszögéből vizsgálják a kérdést.

Boulton – Libert – Samek [2000] kifejtik, hogy az üzleti világ átalakult, a piaci verseny megváltozott, amelyhez a vállalatoknak alkalmazkodniuk kell.⁴¹ Ennek szemléltetésére saját kutatásuk eredményét említik, amelyben azt találták, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték aránya 1978-1998 közötti időszak alatt 95%-ról 28%-ra csökkent. Kirívó példaként a Microsoft esetét említik, melynek piaci értéke 1999 végén 600 Mrd USD volt, míg könyv szerinti értéke csak 31,3 Mrd USD.

A cégek működéséhez és az értékteremtéshez másfajta eszközökre is szükség van, mint amelyek a korábbi évtizedekben elegendőek voltak. Ilyen kulcsszerepet betöltő eszközök például a vevők, a márka, a beszállítók, az alkalmazottak, a szabadalmak és az ötletek. Ezen immateriális jellegű eszközök⁴² másfajta menedzselést és mérést igényelnek, mint a korábban megszokott eszközök.⁴³ Álláspontjuk szerint a vállalatok mérlegének, így a könyv szerinti értéknek ezeket a tényezőket is tartalmaznia kellene, mivel ezek sikeres kombinációja teremti a legtöbb értéket a részvényesek számára.

⁴¹ Eckstein [2004] ehhez hasonlóan a tudásalapú vállalatok térhódítására hívja fel a figyelmet.

⁴² Immateriális jellegűnek nevezem ezeket a tényezőket, ezáltal megkülönböztetve a számviteli immateriális javak fogalmától.

⁴³ Az immateriális jellegű javak arányának növekedését, azok jelentőségét emeli ki például Eckstein [2004] és Barber – Strack [2005].

Az eszközöket Boulton – Libert – Samek [2000] öt csoportba sorolja:

- Fizikai eszközök: föld, épület, berendezések és készletek, azaz a tárgyasult formát öltő eszközök tartoznak ide.
- Pénzügyi eszközök: pénzeszközök, követelések, befektetések és a tulajdonosokkal és hitelezőkkel való kapcsolatok, azaz amely tényezők a vállalat pénzügyi helyzetét meghatározzák.
- Alkalmazottak és beszállítók mint eszközök: az ellátási lánc minden tagja, azaz az értékteremtés láncolatának tagjai.
- Vevők mint eszközök: magukban foglalják a vállalat piaci kapcsolatait is.
- Szervezeti eszközök: a legtágabb kategória, amely olyan strukturális és intellektuális eszközöket tartalmaz, mint a leadership, a stratégia, a vállalati kultúra, a különböző értékek, rendszerek, folyamatok, az innovációs kapacitás, a márkák és a tudás.

A fenti eszközcsoportok tartalmazzák a mérlegben megjelenő eszközöket, de találunk közöttük olyan tételeket is, amelyek nem jeleníthetők meg a mérlegben, így a könyv szerinti értéknek nem képezik részét.

A vállalat sikerének és értékteremtésének kulcsát a stratégiában, a fenti eszközök optimális kombinációjának kialakításában látják a szerzők.

Az eszközök megértéséhez az alábbi alapelveket dogozták ki:

- Az eszközök lehetnek tárgyasultak vagy immateriálisak.
- Az eszközök a jövőbeli érték forrásaként definiálhatóak.
- Az eszközök lehetnek a vállalat által tulajdonoltak, nem tulajdonoltak, ellenőrzöttek vagy nem ellenőrzöttek.
- Az eszközök mindegyikének van outputja, ami feltérképezhető.
- Minden eszköznek megvan a maga életciklusa.
- Az eszközöket menedzselni kell annak érdekében, hogy értéket teremtsenek.
- Az eszközöknek belső és külső értékforrásaik is vannak, ezáltal a külső kapcsolatokat is eszköznek tekinti.

Ha ezeket az alapelveket a 2.2. fejezetben bemutatott mérlegképességi kritériumokkal összevetjük, bizonyos pontokon eltérést tapasztalhatunk, amelynek

eredménye az, hogy a fenti szerzők által meghatározott eszközcsoportok közül nem mindegyik tényező szerepelhet a mérlegben.

A fentiekben bemutatott tanulmány alapján láthatjuk, hogy az alapvetően az értékteremtés nézőpontjából közelíti a vállalkozás piaci értékét. Feltételezi, hogy a piaci értéket a vállalkozás értékteremtésében szerepet játszó tényezők határozzák meg. Emellett nem tér ki annak vizsgálatára, hogy a mérleg milyen céllal készül, s ezáltal a könyv szerinti érték milyen értéket jelent.

Számos, ezen a megközelítésen alapuló tanulmánnyal találkozhatunk még a szakirodalomban. Az egyes kutatók a mérlegben nem szereplő tényezőket, amit intellektuális tőkeként, szellemi tőkeként vagy immateriális vagyonként azonosítanak, eltérő módon csoportosítják, azonban a kutatás alapját képező megfontolásuk azonos. Összehasonlítóképpen álljon itt néhány rendszerezés!⁴⁴

Maritan – Schnatterly [2002] az immateriális jellegű eszközök fontosságát hangsúlyozzák, a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését ezekkel magyarázzák. Megközelítésükben ezek az immateriális jellegű javak magukban foglalják az olyan technológiai forrásokat és adottságokat, mint a halmozott tudás, a képességek és a jó hírnév, valamint az olyan management rendszereket, mint a politikák és folyamatok, a kommunikációs mechanizmusok és a kompenzációs rendszer.

Empirikus vizsgálatukban 195 technológia-intenzív iparágban tevékenykedő vállalatot vizsgáltak, 65 három-három vállalatot tartalmazó egységet létrehozva, mely egységekben egy-egy, azonos iparágban működő, alacsony, közepes és magas piaci érték / könyv szerinti érték hányadossal rendelkező cég szerepelt. Arra a kérdésre keresték a választ, hogy mely immateriális jellegű tényezőben térnek el egymástól az alacsony, a közepes és a magas mutatóval, azaz piaci érték és könyv szerinti érték közötti eltéréssel rendelkező vállalatok. Kutatásuk eredményeként azt kapták, hogy annak ellenére, hogy a vizsgált vállalkozások technológia-intenzív iparágakban működtek, a magas mutatójú cégeket nem a technológiai faktorok, hanem a management rendszerek különböztették meg az alacsonyabb mutatóval rendelkező vállalatoktól. A magas piaci érték / könyv szerinti érték hányadossal

⁴⁴ További rendszerezések bemutatásához lásd például Juhász [2004], pp. 80-84.

rendelkező cégeket szignifikánsan elkülönítette a közepes és az alacsony mutatójú vállalatoktól azok erősebb kontroll-rendszere, illetve az erőforrások és képességek felhasználásáról készített részletezett stratégiai beszámolója. A közepes és az alacsony mutatójú vállalatok azonban nem különültek el egymástól szignifikánsan még a management rendszerek esetében sem.

Sveiby [2001] a részvényárfolyam és a nettó könyv szerinti érték közötti eltérést immateriális vagyonként azonosítja, s három kategóriára bontja azt. Az immateriális vagyon az alkalmazottak kompetenciájának, a belső struktúrájának és a külső szerkezetnek az összessége. A kompetencia a szakértők kompetenciájára utal, s egyben a belső és a külső struktúra forrása is. A belső szerkezet megőrzése az irányító és a támogató személyzet feladata, így ebben a kategóriában a hozzájuk kapcsolódó tényezők szerepelnek, mint például a szervezeti kultúra, a szabadalmak, modellek, a számítástechnikai és adminisztratív eszközök. A külső szerkezet a márkanév, a védjegyet, az arculatot, a beszállítókkal és az ügyfelekkel fenntartott kapcsolatot foglalja magában.

Stewart osztályozását mutatja be Herbály-Tóth [2004], mely csoportosítja az intellektuális tőkét Sveiby megközelítéséhez hasonlóan három kategóriába sorolja. Stewart megkülönbözteti a humán tőkét, a szervezeti tőkét és a kapcsolati vagy vásárlói tőkét. A humán tőke a szervezetet alkotó egyének szellemi tőkéje, így például a munkatársak felkészültsége, motiváltsága, tudása, szakmai kompetenciáik, tapasztalatuk, know-how, stb. A szervezeti tőke olyan tényezőket tartalmaz, mint például a folyamatok minősége, a vállalati kultúra, a szervezet felépítésében rejlő tőke, az információs rendszerek, adatbázisok stb. A kapcsolati vagy vásárlói tőke csoportja a vevőkapcsolatokat, a márkákat, a védjegyeket, az ügyfélbázis értékét, illetve az abban rejlő lehetőségeket öleli fel.⁴⁵

Picot – Scheuble [1998] az intellektuális tőke osztályozására a svéd Skandia vállalat által kidolgozott jól ismert modellre hívja fel a figyelmet. Ez a modell is az intellektuális tőkével magyarázza a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését, s az

⁴⁵ Ilyen megközelítésről lásd még Picot – Scheuble [1998] és Gyökér – Gösi [2004].

előzőekben bemutatott rendszerezésekhez hasonlóan három részre bontja azt. Megkülönbözteti az ügyféltőkét, a szervezeti tőkét és a humán tőkét. Az ügyféltőkébe az ügyfélalapot, az ügyfélkapcsolatot és az ügyfélpotenciált sorolja. A szervezeti tőke részeinek a folyamatokat, a kultúrát és az innovációt tekinti. A humán tőke elemeiként pedig az alapértéket, a kapcsolati értéket és a potenciális értéket nevezi meg.

2.4.1.2. A hiányolt tételek mérlegképességének vizsgálata

A fentiekben láthattuk, hogy különböző kutatók különböző csoportosításokat dolgoztak ki a könyv szerinti értékből hiányolt tényezők körére vonatkozóan, azonban a különböző rendszerezésekben az említett tételek többnyire megegyeztek.

A teljesség elvét követve a vállalat minden olyan vagyonelemét meg kell jeleníteni a mérlegében, amely a mérlegképességi kritériumoknak megfelel. Ez vonatkozik természetesen az egyes újonnan megjelenő vagy a gazdaság változása révén szélesebb körben elterjedő olyan tényezőkre is, amelyek a korábbi gyakorlat alapján a mérlegben nem szerepeltek. Az ilyen tényezők esetében azonban szükség van annak alapos vizsgálatára, hogy az adott tényező megfelel-e a 2.2. fejezetben bemutatott mérlegképességi kritériumoknak.

A következőkben a hiányolt tételeket veszem górcső alá Stewart rendszerezése alapján abból a szempontból, hogy azok mérlegképesnek tekinthetőek-e.

A Stewart által humán tőkeként azonosított kategória tartalmazza a szervezetet alkotó egyének szellemi tőkéjét, így például a munkatársak felkészültségét, motiváltságát, tudását, szakmai kompetenciáikat, tapasztalatukat. Ezek a tényezők nem felelnek meg annak a mérlegképességi kritériumnak, hogy a vállalkozás tulajdonában vagy ellenőrzése alatt állnának, illetve mérésük is problémákat vet fel. Ezekről a tényezőkről lehet gyakran hallani, hogy a vagyon esténként hazamegy. Ez a kijelentés is rávilágít a tulajdonlás, illetve a kontroll hiányára.

A szervezeti tőkének nevezett tényezők a vállalathoz köthető olyan elemek, mint például a folyamatok minősége, a vállalati kultúra, a szervezet felépítésében rejlő tőke és az információs rendszerek, adatbázisok. Ezen tényezők közül azok,

amelyek megfelelően dokumentáltak, akár jogi eszközökkel védettek, más számára is értéket képviselnének, ha birtokolhatná azokat és értékük valamilyen módszerrel pontosan meghatározható (az információs rendszerek és adatbázisok lehetnek például ilyenek), esetleg megjeleníthetők lennének a mérlegben, bár a mérésük esetleges problémái megkérdőjelezhetik a mérlegképességüket. A megbízható és valós összkép filozófiájának érvényre jutását veszélyeztetné olyan tényezők mérlegbeli megjelenítése, amelyek nem rendelkeznek kiforrott értékelési technikákkal. Az olyan, vállalatba beágyazott tényezők viszont, amelyek a vállalatról le nem választhatók, ezáltal önállóan nem forgalomképesek, s emellett piac hiányában nehezen lennének mérhetők, nem jeleníthetők meg a mérlegben. Ilyen például a vállalati kultúra, a folyamatok és a szervezeti felépítés.

A kapcsolati vagy vásárlói tőke csoportja Stewart rendszerezésében a vevőkapcsolatokat, a márkákat, a védjegyeket, az ügyfélbázis értékét, illetve az abban rejlő lehetőségeket öleli fel. Ezen tényezők között vannak már jelenleg is mérlegben szerepeltethető tényezők, ilyen például a védjegy. A márkanév is bizonyos esetekben, például vásárlás esetén, megjelenhet a mérlegben. Saját előállítású márka esetében már nehezebb a helyzet, mivel aktív piac hiányában mérési nehézségek jelennek meg. Létezik számos módszer a márka értékének meghatározására, de ezek csak becslések, s az így kapott értékek mérlegbeli megjelenítése veszélyeztetné a számvitel megbízható és valós összképre épülő filozófiáját. A vevőkapcsolatok és az ügyfélbázis esetén a legfontosabb kérdés a szerződési feltételek vizsgálata és a mérési problémák leküzdése. Ezen tényezők esetében előállhat olyan eset, hogy teljesítik a mérlegképesség kritériumait.

Látható, hogy bizonyos értékteremtő tényezők mérlegbeli megjelenítése elképzelhető lenne. Érdemes azonban hangsúlyozni, hogy az egyéb mérlegképességi szempontoknak megfelelő tényezők is csak abban az esetben jelenhetnek meg a mérlegben, ha kiforrott mérési, értékelési módszerekkel rendelkeznek, hiszen anélkül veszélyeztetik a számvitel megbízható és valós összképre épülő filozófiájának érvényre jutását. Az esetek többségében a megbízható mérési technikák hiánya az oka annak, hogy az adott tétel még nem tekinthető mérlegképesnek.

Itt érdemes megjegyezni, hogy a fenti hiányolt értékteremtő tényezőknek mint a jövőbeli várakozásokon keresztül a piaci értéket befolyásoló tételeknek a

hatása egy vállalatfelvásárlási tranzakció esetén a goodwill értékében megjelenik, s ezáltal bekerül a mérlegbe. A megvalósuló adás-vételi tranzakció következtében a jövőbeli hasznok reményében fizetett többletérték, azaz a goodwill, illetve a jövőben haszonként realizálódó, de el nem ismert különbözet, azaz a badwill vagy negatív goodwill, már nem rendelkezik mérési, értékelési hiányosságokkal, hiszen megvalósult tranzakcióhoz kapcsolódik, így mérlegbe beállítható értékkel bír.

Tisztában kell lenni azonban azzal is, hogy a goodwill és a badwill értéke nem csak ezen tényezőket tartalmazhatja, hiszen abban csapódik le a könyv szerinti érték és a piaci érték különbözete, ezáltal egyéb olyan hatások is befolyásolják, amelyek a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességén keresztül, illetve amellet hatással vannak a piaci érték alakulására. Ezen hatások részletes vizsgálatára a 2.4.4. fejezetben kerül sor.

2.4.2. Az eltérés vizsgálata a piaci érték és a könyv szerinti érték hányadosával

A befektetések elemzésével foglalkozó szakirodalmakban találkozhatunk azzal, hogy a saját tőke piaci értéke / könyv szerinti értéke mutatót (P/BV ráta) a részvény alul- vagy felülrértékeltségének vizsgálatára használják.

Damodaran [2006] a vállalatok részvényeinek összehasonlítása érdekében arra keresi a választ, hogy milyen tényezők vezetnek a vállalatok saját tőke piaci értéke / könyv szerinti értéke mutatójának eltéréséhez. Legfőképpen a különböző sajáttőke-arányos nyereség (ROE) okozza a mutató eltérő értékeit, de szerepet kap benne emellett a várható növekedési ütem, az osztalékfizetési hányad és a kockázati szint különbözősége.⁴⁶ A magasabb saját tőke arányos nyereség magasabb saját tőke piaci / könyv szerinti értéke hányadoshoz vezet, míg az alacsonyabb hozam alacsonyabb P/BV mutatót eredményez.⁴⁷

Ebből a gondolatmenetből láthatjuk, hogy a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést leginkább a nyereség befolyásolja. Ez arra a

⁴⁶ Ehhez hasonlóan Hellström [2006] szerint is a profitabilitás, az osztalékfizetési politika és az elvárt megtérülés befolyásolja a P/BV mutató értékét.

⁴⁷ Erről részletesen lásd Damodaran [2006], pp. 550-581.

megközelítésre vezethető vissza, hogy a vállalatok piaci értékét főként a hozamérték adja, azaz a vállalat jövőbeli nyereségességére és pénzáramlásaira vonatkozó várakozások határozzák meg azt.

2.4.3. A számviteli adatok értékrelevanciájával foglalkozó kutatások

A többek között Boulton – Libert – Samek [2000] által felvázolt, a gazdaság átalakulásával és a tudásalapú vállalatok térnyerésével foglalkozó kutatások a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérés növekedését említették, s azt a számvitel hiányosságaival magyarázták. Ennek hatására több olyan kutatás is született az elmúlt években, amelyek a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését és a számviteli adatok értékrelevanciáját vizsgálták. Ezek a kutatások arra a kérdésre keresték a választ, hogy a részvényárfolyamok és a könyv szerinti érték, illetve a nyereség közötti kapcsolat erőssége tényleg csökkent-e az utóbbi időszakban.

Thinggaard – Damkier [2008] az értékrelevancia fogalmát így definiálják: a beszámolóból nyert információ akkor értékreleváns, ha statisztikai kapcsolat áll fenn a számviteli információ és a piaci érték vagy hozam között.⁴⁸

Az alábbiakban tekintsük át a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérés alakulására és a számviteli adatok értékrelevanciájára irányuló néhány kutatás eredményeit!

King – Langli [1998] három európai ország, Németország, Norvégia és az Egyesült Királyság összesen 14 643 tőzsdei vállalkozásának 1982-1996 közötti adatait elemezve vizsgálták a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti eltérést, valamint a számviteli adatok (a saját tőke könyv szerinti értéke és az egy részvényre jutó nyereség) értékrelevanciáját.

A tanulmányukban bemutatott adatok alapján az átlagos könyv szerinti érték / részvényárfolyam (BV/P) mutató értéke Németországban 0,41, Norvégiában 0,58 és az Egyesült Királyságban 0,63 volt. A számviteli adatok értékrelevanciájával

⁴⁸ Ugyanígy értelmezi a többi bemutatásra kerülő kutatás is az értékrelevancia fogalmát.

kapcsolatban megállapították, hogy mind a könyv szerinti érték, mind az egy részvényre jutó nyereség szignifikáns kapcsolatban áll a részvényárfolyammal. Az egyes országok közötti különbségek tekintetében azt találták, hogy Németországban és Norvégiában a könyv szerinti érték, míg az Egyesült Királyságban az egy részvényre jutó nyereség a relevánsabb tényező.

Gornik-Tomaszewski – Jermakowicz [2001] Lengyelország 77 tőzsdei vállalkozására 1996-1998 között folytatott kutatásának adatai alapján az átlagos BV/P mutató 0,61 értéke az európai országok között alacsonynak tekinthető.

A könyv szerinti érték és a nyereség értékrelevanciáját vizsgálva azt kapták, hogy mindkettő pozitív és szignifikáns kapcsolatban áll a részvényárfolyamokkal. A két vizsgált tényező közül a könyv szerinti érték magyarázó ereje bizonyult nagyobbak. A két magyarázó változó egymáshoz való viszonyát vizsgálva azt látták, hogy azok csak gyengén korrelálnak egymással, így a multikollinearitás lehetőségét kizárták. Veszteséges vállalkozások esetén azonban a könyv szerinti érték magyarázó ereje korlátozottan szignifikáns volt, de még mindig ez volt az egyetlen magyarázó változó.

Arce – Mora [2002] nyolc európai országra elvégzett, 1990-1998 közötti időszakot felölelő, összesen 22 436 megfigyelési egységre kiterjedő vizsgálata szerint az átlagos BV/P₀ mutató értéke jelentős eltéréseket jelzett az egyes országok között. A legalacsonyabb Németországban volt a ráta értéke, 0,559, de szintén alacsonynak tekinthető Hollandia (0,660) és az Egyesült Királyság (0,670) esetében is. Egyre magasabb értékeket kaptak Belgium (0,787), Franciaország (0,790), Spanyolország (0,880) és Svájc (0,892) vállalatainak vonatkozásában, míg a legmagasabb Olaszország tőzsdei vállalatai esetében volt a mutató értéke, 0,995. Ez utóbbi érték arra utal, hogy itt nem találtak jelentős eltérést átlagosan a vállalkozások részvényeinek ára és könyv szerinti értéke között.

A könyv szerinti érték és a piaci érték arányán kívül a számviteli adatok (a nyereség és a saját tőke könyv szerinti értéke) értékrelevanciáját is vizsgálták. Kutatásuk a számviteli adatok értékrelevanciáját beigazolta. A mintát két csoportra osztva ők is azt az eredményt kapták, hogy a kontinentális számviteli rendszerű országokban, ahol a hitelintézetek fontosabb szerepet játszanak, a könyv szerinti érték a relevánsabb, azaz a részvényárfolyammal az áll szorosabb kapcsolatban, míg

Angliában és Hollandiában, ahol a vállalatok finanszírozási politikájában a tőkepiac fontosabb, a nyereség a relevánsabb mutató. A kontinentális rendszerű országok közül Franciaország kilóg a sorból, mivel ott a nyereség áll szorosabb kapcsolatban a részvényárfolyammal, illetve Belgiumban és Olaszországban a kapott eredmények nem szignifikánsak.

Dontoh – Radhakrishnan – Ronen [2004] a részvényárfolyamok és a számviteli információk (nyereség és a saját tőke könyv szerinti értéke) közötti kapcsolat erősségét és a kereskedési aktivitást vizsgálták Amerikai Egyesült Államokbeli vállalatok 1983-2000 közötti adatai alapján, s azt találták, hogy a kapcsolat erőssége csökkent, aminek oka a nem információ-alapú kereskedés arányának növekedése. Nem információ-alapú kereskedés alatt Grossmant idézve az olyan részvényvásárlási és részvényeladási tranzakciókat értik, amelyek oka nem a részvény kifizetéseikhez kapcsolódik, hanem például a vagyon ágazatok közötti átcsoportosításhoz, a kockázati preferenciákhoz, a likviditási szükséglethez, nem várt befektetési lehetőséghez, stb.

A nem információ-alapú kereskedés szerintük elmozdítja a részvényárfolyamokat a részvény tényleges (belső) értékétől, s ezáltal okozza az árfolyam és a számviteli adatok közötti kapcsolat szorosságának csökkenését.

Kutatásuk kimutatta, hogy a nem információ-alapú kereskedés alakulása fordított arányban áll a részvényárfolyamok és a számviteli információk közötti kapcsolat szorosságának (R^2) változásával. A nem információ-alapú kereskedés arányának növekedésével párhuzamosan tehát az árfolyamok és a számviteli információk közötti kapcsolat csökkenését tapasztalták. Vizsgálatuk azt is kimutatta, hogy mindez fokozottan érvényesül a magas piaci érték / könyv szerinti érték hányadossal rendelkező vállalatok esetében. Ebből arra következtettek, hogy azon cégek esetében, amelyeknél nagy a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérése, sokkal inkább a nem információ-alapú kereskedéssel magyarázható az árfolyam és a számviteli információk közötti kapcsolat erősségének csökkenése, mint a számviteli adatok alkalmatlanságával.

Vizsgálati eredményeik alapján arra a konklúzióra jutottak, hogy a számviteli adatok értékrelevanciájának csökkenése nem lehet olyan nagy, mint ahogyan azt a kapcsolat alakulása jelzi.

Hellström [2006] cseh és svéd tőzsdei vállalkozásokra kiterjedő összehasonlító kutatása a piaci érték és a könyv szerinti érték hányadosának alakulását vizsgálta, s a korábbi kutatásokhoz képest nagyon érdekes eredményt hozott. A vizsgált 1994-2001 közötti időszakot két periódusra (1994-1997 és 1998-2001) bontva azt találta, hogy a piaci érték / könyv szerinti érték (MV/BV) hányados a Prágai Értéktőzsde vállalkozásainál 0,74-ről 0,57-ra csökkent, míg a Stockholmi Értéktőzsde cégei esetén 2,35-ről 2,67-ra növekedett a két ciklus során. A kapott adatok érdekessége, hogy a cseh vállalkozásoknál az átlagos könyv szerinti érték mindvégig, sőt egyre inkább meghaladta az átlagos piaci értéket, illetve a mutató értéke ellenkező irányba változott a két országban a vizsgált időszak során.

A számviteli adatok és a részvényárfolyamok közötti statisztikai kapcsolatra vonatkozóan azt találta Hellström, hogy az átalakuló cseh gazdaságban alacsonyabb a számviteli adatok értékrelevanciája, mint a fejlett svéd gazdaságban. Eredményei szerint az értékrelevancia egyre nő, ahogy az ország halad előre az átalakulás folyamatában.

Brimble – Hodgson [2007] ausztrál tőzsdei vállalkozások 1973-2001 közötti adatait elemző kutatása alapján az átlagos BV/P ráta értéke 0,80, ami arra utal, hogy néhány európai országhoz hasonlóan, s az egyesült államokbeli kutatás eredményeitől eltérően Ausztráliában nincs kimagasló eltérés a vállalatok könyv szerinti értéke és részvényeik árfolyama között.

Emellett kutatásuk annak vizsgálatára irányult, hogy a nyereség értékrelevanciája csökkent-e az időszak folyamán. Azt találták, hogy nem csökkent a nyereség értékrelevanciája Ausztráliában, s a részvényárfolyam alakulásának magyarázatában a könyv szerinti érték, amelynek relevanciája szintén nem csökkent, kevésbé fontos, mint a nyereség, és mint az Amerikai Egyesült Államokban. Következtetésként úgy fogalmaztak, hogy a számviteli adatok értékrelevanciája nem csökkent, csak a gazdasági környezet lett komplexebb.

Thinggaard – Damkier [2008] dán vállalkozások 1983-2001 közötti időszakra vonatkozó adatain vizsgálták, hogy a számviteli adatok értékrelevanciája csökkent-e az idő folyamán. Kutatásuk eredményeként azt kapták, hogy a számviteli információk értékrelevanciája nem csökkent, hanem változatlan maradt, amit mind a kisebb, mind a nagyobb vállalatok esetében tapasztaltak.

Eredményeiket más hasonló vizsgálatok eredményeivel összevetve arra a következtetésre jutottak, hogy az általuk talált adatok megegyeznek más európai kutatások eredményeivel, amelyek szintén cáfolták a csökkenő értékrelevanciával kapcsolatos USA-beli adatokon nyugvó megállapításokat.

A fenti, a nemzetközi szakirodalomban megjelent példák jól mutatják, hogy a vállalatok piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérés országonként jelentősen eltérő, s az Amerikai Egyesült Államokban a legnagyobb. Az értékrelevancia tekintetében szintén különböző eredmények születtek. A legszembevetőbb különbség az európai és az Amerikai Egyesült Államokbeli eredmények között van: míg Európában a kutatók nem tapasztaltak csökkenést a számviteli adatok értékrelevanciájában, addig az Egyesült Államokban igen. A másik eltérést abban láthattuk, hogy a kontinentális számviteli rendszerű országokban a könyv szerinti érték, míg az angolszász rendszerekben a nyereség rendelkezett nagyobb magyarázó erővel a részvényárfolyamokban. Kiemelendő a cseh vállalatokra végzett vizsgálat eredménye, miszerint az átalakuló gazdaságokban a számviteli adatok értékrelevanciája alacsonyabb.

2.4.4. A könyv szerinti érték és a piaci érték eltérő célja és szemléletmódja mint az eltérés lehetséges magyarázata

A 2.2. fejezetben részletesen kifejtésre került a vállalatok könyv szerinti értékének témaköre. Az ott leírtak alapján elmondható, hogy a vállalat könyv szerinti értéke, azaz saját tőkéjének mérlegben szereplő értéke a jelenlegi számviteli előírásoknak megfelelően, a vállalkozás folytatása elvének érvényesülése esetén a realizált eredmény meghatározásának prioritása mellett alapvetően realizációs elvre épülő bekerülési érték modell alapján kerül meghatározásra. Ezáltal a vagyonelemek többsége aktualizált múltbeli bekerülési értéken jelenik meg a mérlegben.

Kiemelendő továbbá, hogy a mérlegben csak a mérlegképesség kritériumainak megfelelő vagyonelemek szerepeltethetők. Így a könyv szerinti értéket csak a vállalat tulajdonában vagy ellenőrzése alatt álló, múltbeli eseményből eredő, jövőben várhatóan hasznot hozó és megbízhatóan mérhető vagyonelemek

alkotják, hiszen csak ily módon biztosítható a számvitel megbízható és valós összképre épülő filozófiájának érvényre jutása.

Nem szabad figyelmen kívül hagyni a számvitel célját sem akkor, amikor a könyv szerinti érték alakulását vizsgáljuk, hiszen ez adja a magyarázatot arra, hogy a könyv szerinti érték miért is olyan amilyen. A számvitel a mérleg segítségével információt szolgáltat az érdekhordozók számára a vállalkozás vagyonának pillanatnyi helyzetéről. A koalíciós tagok minden információigényét egyszerre természetesen nem lehet kielégíteni, így az egyes érdekek között prioritás felállítása szükséges. Ennek következménye, hogy a jelenlegi számviteli gyakorlatban az eredmény meghatározásának célja áll az első helyen, s a vagyon és a saját tőke értéke ennek alárendelten kerül meghatározásra.

A vállalatok piaci értékének vizsgálatára a 2.3. fejezetben került sor. Az ott részletesen bemutatottak alapján megállapítható, hogy a vállalat piaci értéke, azaz a részvényárfolyam alakulását számos tényező befolyásolja.

Hatékony piacot feltételezve az árfolyam visszatükrözi a vállalat jövőbeli teljesítményére vonatkozó várakozásokat. A piaci szereplők várakozásait a gazdasági környezeti és egyéb hatások mellett megalapozzák a vállalat könyv szerinti érték és nyereség adatai. Ennek eredménye, hogy az értékrelevanciával foglalkozó kutatások is kimutatták, hogy a részvényárfolyam szignifikáns kapcsolatban áll mind a könyv szerinti értékkel, mind a nyereség értékével. Ez is rávilágít arra, hogy a vagyonérték és a hozamérték együttesen alakítja a vállalat piaci értékét.

A piaci hatékonyság kérdését vizsgálva azt tapasztaltuk, hogy számos közgazdász és kutató megállapította, hogy a piacok működése nem maradéktalanul hatékony. A befektetők gyakran irracionálisan cselekszenek, és spekulatív viselkedést mutatnak. Ennek eredménye, hogy a részvényárfolyamokat pszichológiai tényezők és a kereslet-kínálat alakulása is befolyásolják. Kutatások azt is kimutatták, hogy az ilyen befolyásoló tényezők, azaz az ún. nem információ-alapú kereskedés terjedésének következménye, hogy az Egyesült Államokban a részvényárfolyam és a könyv szerinti érték közötti kapcsolat szorossága, azaz az értékrelevancia csökkent.

Ebből az összegzésből jól látható, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték célja, megközelítése, meghatározási módja és befolyásoló tényezői között jelentős különbségek vannak. A könyv szerinti érték a múltbeli tényadatokról szolgáltat

információt, a piaci érték pedig a jövőre vonatkozó várakozásokat tömöríti. A könyv szerinti érték a vállalkozás vagyonának értékét jelenti, míg a piaci érték a vagyonérték, a hozamérték és egyéb tényezők hatásának eredménye. A vállalat mérlege, s ezáltal a könyv szerinti érték az érdekhordozók teljes körének információigényének kielégítésére szolgál, míg a részvényárfolyam, azaz a piaci érték csak a jelenlegi tulajdonosok és a leendő befektetők szemszögéből vizsgálja a vállalat értékét.

A különböző cél, szemléletmód és befolyásoló tényezői kör magyarázatot szolgáltat véleményem szerint a könyv szerinti érték és a piaci érték eltérésére. Az empirikus kutatás során az ezen feltételezésre alapozott hipotézisek tesztelését kívánom elvégezni.

2.5. JAVASLAT A SZÉLESEBB KÖRŰ INFORMÁCIÓIGÉNY KIELÉGÍTÉSÉRE

Az előző fejezetben láthattuk, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték eltérő céllal rendelkezik. A számviteli beszámoló a vállalat minden érdekhordozója számára szolgáltat információt, míg a piaci érték célcsoportját a jelenlegi tulajdonosok és a jövőbeli befektetők adják.

A számvitelnek természetesen nem áll módjában egyszerre, egy beszámolóban minden koalíciós tag minden információigényét kielégíteni, hanem azok között prioritások felállítása szükséges. A vállalkozás folytatása elvének szem előtt tartása következtében a jelenlegi beszámolóban az eredmény meghatározása kap prioritást, s a vagyon és a saját tőke értékének meghatározása csak másodlagos.

Az informatikai rendszerek fejlődésének köszönhetően mára már nemcsak elméletben, hanem gyakorlatban is lehetőség nyílna a koalíciós tagok információigényének párhuzamos kielégítésére. Lehetséges megoldásként Heinen többcélú mérlegfelfogását emelném ki, mely mérlegmodell szerint a koalíciós tagok információigényeit, s ezek alapján a mérlegcélokat nem lehet leegyszerűsíteni, hanem pontosan fel kell mérni azokat. A mérlegcélokat Heinen csoportosította, minden csoporthoz önálló mérlegösszeállítási szabályokat, aktiválási és passziválási kritériumokat, értéktant és tagolástant dolgozott ki. Az általa összeállított modell alapját egy bekerülési áron összeállított alapmérleg adja, amely a realizált eredmény és a vállalatba helyezett eszközök aktualizált múltbeli áron számított értékét mutatja be. Ezt egészítenék ki a további mérlegcélokra – mint például a részesedés értékelése céljára – összeállított további mérlegek.⁴⁹

E kérdéskör részletes vizsgálata egy önálló kutatás témáját képezhetné, ezért ettől a továbbiakban eltekintek. Jelen kutatás témája viszont megkívánta a mérlegelmélet által nyújtott lehetőségek megemlítését, ezzel is rávilágítva arra, hogy a jelenleg alkalmazott mérlegmodell miért nem a vállalat piaci értékét tükrözi.

⁴⁹ A mérlegmodell részleteiről lásd Heinen [1986].

3. A KUTATÁS HIPOTÉZISEI

A hipotézisek felállítása során a szakirodalom áttekintését követően tett megállapításokra építettem.

A könyv szerinti érték és a piaci érték eltérésének vizsgálatára irányuló kutatás során szükségesnek tartottam a számviteli adatok értékrelevanciájának tesztelését. A vizsgálat keretében a saját tőke könyv szerinti értékének, valamint az eredménynek a részvényárfolyammal való kapcsolatának erősségét kívántam megfigyelni. Ezen kapcsolatok meglétének, irányának és erősségének ismerete amellet, hogy értékes információt szolgáltat a korábbi nemzetközi kutatások eredményeivel való összehasonlításhoz, kiindulópontot nyújt a további hipotézisek ellenőrzéséhez, a vállalkozások piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést meghatározó tényezők vizsgálatához. A számviteli adatok értékrelevanciájának kérdéséhez kapcsolódik az első három hipotézis.

1. hipotézis: A vállalat könyv szerinti értéke és piaci értéke között pozitív kapcsolat van.

2. hipotézis: A vállalat eredménye és piaci értéke között pozitív kapcsolat van.

3. hipotézis: A könyv szerinti érték értékrelevanciája nagyobb, mint az eredményé.

A további hipotézisek célja a piaci érték és a könyv szerinti érték közötti eltérést befolyásoló tényezők vizsgálata volt. Ezen hipotézisek megfogalmazása során arra helyeztem a hangsúlyt, hogy a két érték eltérő célt szolgál, ennek megfelelően különböző módon kerül meghatározásra és különböző azon tényezők köre is, amelyek közvetlenül befolyásolják az alakulásukat. Mindez a két érték szükségszerű eltéréséhez vezet. A hipotézisek elsődleges újszerűsége abban rejlik, hogy ok-okozati viszonyt állítanak fel a fenti jellemzők és a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérése között. Ehhez kapcsolódóan az alábbi három hipotézist fogalmaztam meg.

4. hipotézis: A piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, mert a piaci érték meghatározása nem a vagyonerő alapján történik.

5. hipotézis: A piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, mert a piaci érték olyan tényezőktől függ, mint a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások, az ország és a régió sajátosságai, a világgazdasági és makrogazdasági trendek, az iparági ciklusok és egyéb pszichológiai hatások.

6. hipotézis: A piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, mert a könyv szerinti értéket nem olyan tételek befolyásolják, mint amik a piaci értéket meghatározzák.

A Ph.D. értekezés tervezetben a fenti hipotézisek mellett szerepelt még egy hetedik hipotézis, amelyet az értekezés tervezet védésén elhangzott észrevételek figyelembe vételével beépítettem a 6. hipotézisbe. Az említett hipotézisben foglaltak nem különültek el élesen a 6. hipotézisben megfogalmazott állítástól, ez tette lehetővé és egyben szükségessé a két hipotézis összevonását.

4. A HIPOTÉZISEK ELLENŐRZÉSE

4.1. A KUTATÁS SORÁN VIZSGÁLT SOKASÁG

4.1.1. Alapsokaság, megfigyelési egység

Kutatásom során alapsokaságnak tekintem azon hazai vállalatok körét, ahol a piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, tehát ahol a vizsgálni kívánt jelenség előfordul. Következtetéseimet ezen vállalati körre vonom le.

A megfigyelési egységek jelen kutatásban a Budapesti Értéktőzsdére (továbbiakban: tőzsde) bevezetett részvényt kibocsátó vállalatok⁵⁰. Maguk a vállalatok a megfigyelési egységek, mert a vizsgálathoz szükséges adatokat az általuk közzétett beszámolókból, jelentésekből, illetve a vállalat életében bekövetkezett fontosabb eseményekről a tőzsde és a befektetők számára készített egyéb és rendkívüli tájékoztatásaikból szereztem be. A vizsgálatba bevont vállalatok körét azért szűkítettem le a tőzsdén jegyzett vállalatokra, mert ezen vállalatok esetén állnak rendelkezésre tényleges tranzakciókon alapuló piaci árak, amelyeken a tulajdonosváltás ténylegesen végbement. Ezen vállalatoknál figyelhető meg tehát a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérése, mivel itt ismert a könyv szerinti érték mellett a piaci érték is, míg a tőzsdén nem jegyzett vállalatok többsége esetén – ahol nem történik változás a tulajdonosi szerkezetben – csak a könyv szerinti érték ismeretes, a piaci érték csak becsléssel állapítható meg.

Az elemzési egységek azonban nem egyeznek meg a megfigyelési egységekkel, hiszen ebben az esetben az elemzési egységekről közvetett módon készítettem megfigyeléseket. Az elemzési egységek, amelyeket a kutatás során vizsgáltam, a megfigyelt vállalatoknál előforduló jelenségek, tehát az egyes piaci értékek és könyv szerinti értékek, illetve ezek eltéréseit befolyásoló tényezők értékei voltak.

⁵⁰ A pénzügyi vállalkozások kivételével, mivel azok sajátosságai miatt a kapott eredmények nem lennének összehasonlíthatóak.

4.1.2. Mintavétel, vizsgált vállalatok köre

A kutatás jellegéből fakadóan a megfigyelési egységek száma, tehát a tőzsdére bevezetett vállalatok száma elegendően alacsony volt ahhoz, hogy mintavételre nem volt szükség, hanem lehetőség nyílt az összes megfigyelési egység adataira kiterjedő vizsgálat végzésére.

A kutatás által vizsgált időszak a 2005-2009 közötti öt éves periódus volt. Ekkor a pénzügyi vállalkozásokat figyelmen kívül hagyva 30 olyan vállalkozás volt Magyarországon, amelyek részvényei mind az öt vizsgált évben a Budapesti Értéktőzsde azonnali piacán⁵¹ forogtak. A megfigyelési egységek alacsony száma miatt kísérletet tettem a vizsgálatba bevonásra kerülő vállalatok körének bővítésére oly módon, hogy áttekintettem két minta alkalmazásának lehetőségét. Megvizsgáltam, hogy mennyivel bővíthetném a megfigyelési egységek számát, ha a 2005-2009 közötti időszakban mindvégig tőzsdén jegyzett részvényt kibocsátó vállalkozások által alkotott csoport mellett bevonnam a kutatásba azon vállalatok körét is, amelyek részvényei a vizsgált öt éves időszakon belül legalább három évben tőzsdén jegyzettek voltak. Ilyen három éves periódusként a vizsgált öt éves időszak első illetve utolsó három éve jöhetett szóba. A tőzsdén kizárólag 2005-2007 között jegyzett részvényt kibocsátó vállalatok száma négy volt, míg további három olyan vállalkozást találtam, amelyek részvényei a 2007-2009 közötti időszakban végig tőzsdei forgalomban voltak. Egyik csoport elemszáma sem érte el azt a szintet, hogy a három éves időtáv rövideége által jelentett problémákat is figyelembe véve érdemes lett volna bevonni a vizsgálatba.

A teljes vizsgált öt éves periódus alatt tőzsdén jegyzett részvényt kibocsátó 30 vállalkozást tovább vizsgálva azt tapasztaltam, hogy volt közöttük négy olyan vállalat, amelyek nem készítették a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok szabályai szerint összeállított beszámolót. Tekintettel arra, hogy az alkalmazott számviteli szabályok hatással vannak a vállalat saját tőkéje értékének, azaz könyv szerinti értékének alakulására, fontosnak tartottam, hogy a vizsgált sokaság az

⁵¹ A határidős részvények piacára kutatásom nem terjedt ki.

alkalmazott számviteli szabályrendszer tekintetében homogén⁵² legyen, ezért ezt a négy vállalatot a vizsgálatból kizártam.

A fentiek eredményeként a teljes körű vizsgálatba bevont megfigyelési egységek száma 26 lett. Ez a statisztikai stabilitás biztosításában jelenthet problémát, ezért a vizsgálat eredményeinek értékelésénél ezt a tényt szem előtt kellett tartani.

⁵² Ez természetesen csak a keretrendszer homogenitását jelenti, nem pedig az egyes választási lehetőségek azonos módon és kombinációban történő megválasztását.

4.2. A KUTATÁS SORÁN FELHASZNÁLT ADATOK, AZ ADATBÁZIS

4.2.1. A kutatás által felölelt időszak

Kutatásom során az adatokat egy időpontban gyűjtöttem, nem egy hosszabb időszak alatt, de az egyes értékek időbeli alakulását is vizsgáltam, amelyhez a 2005-2009 közötti időszak adatait használtam fel. Azért ez az időszak került be a vizsgálatba, mert a 2010. üzleti évről készült beszámolók még nem álltak rendelkezésre az adatgyűjtéskor, így a 2009. üzleti év adataival kellett zárnom a vizsgált időszakot. A kutatásba bevont időszak kezdeteként a 2005. üzleti évet választottam, mivel 2005. január 1-jétől minden tőzsdén lévő vállalkozás IFRS szerinti konszolidált beszámoló készítésére kötelezett, így a megfigyelési egységek könyv szerinti érték adatai a beszámolási rendszer vonatkozásában homogénnek tekinthetők. Az így kapott öt éves periódus elegendően hosszú ahhoz, hogy szemléltetni tudja az időbeli változásokat.

Annak ellenére, hogy az adatgyűjtést egy adott időpontban végeztem, nem keresztmetszeti kutatást folytattam, hiszen az időbeli változásokra kiemelt figyelmet fordítottam. Az időbeli változásokat tehát nem egy hosszabb időn át folytatott, azaz longitudinális vizsgálattal, hanem múltbeli adatok alapján figyeltem meg, ennek megfelelően kutatásom kvázi-longitudinálisnak tekinthető.

4.2.2. Az adatgyűjtés módszere

Mivel nem álltak rendelkezésre korábbi vizsgálatok alkalmával összeállított, felhasználható adatbázisok, kutatásom ennek megfelelően teljes egészében primér adatgyűjtésen alapult, amelyet a vállalatok konszolidált éves beszámolóinak, féléves és negyedéves jelentéseinek elemzésével és nyilvánosságra hozott, egyéb vállalati információk gyűjtésével és azok értékelésével végeztem. A konszolidált éves beszámolók, féléves és negyedéves jelentések elemzése során elsősorban a mérleg, a saját tőke változás kimutatás és az eredménykimutatás adatait vizsgáltam, illetve azon vállalatok esetében, ahol az adatok időbeli változását előidéző tényezők ezen kimutatások alapján nem voltak egyértelműen nyomon követhetők, ott a kiegészítő melléklet, illetve a gyorsjelentés szöveges információira is támaszkodtam. A

vállalatok tulajdonosi körének feltérképezéséhez szintén a kiegészítő mellékleteket tekintettem át.

A vállalkozások piaci értékének meghatározásához a Budapesti Értéktőzsde honlapján⁵³ közzétett, részvényárfolyamokra vonatkozó információkat használtam. Az egyes vizsgált időszakok kereskedési adatait, valamint a vállalatok által a beszámolókon és gyorsjelentéseken kívül nyilvánosságra hozott egyéb és rendkívüli tájékoztatásokat szintén itt találtam meg.

A piaci érték és a könyv szerinti érték közötti eltérés befolyásoló tényezőinek feltárásakor egyes makro- és világgazdasági mutatók értékének alakulását is bevontam a vizsgálatba, mely indikátorok részletes ismertetésére a kapcsolódó hipotézis ellenőrzéséről szóló alfejezetben térek ki.

A kutatás tervezése során úgy gondoltam, hogy a beszámolókból, a gyorsjelentésekben és az egyéb formában nyilvánosságra hozott adatokon kívül szükséges információkat kérdőív segítségével fogom összegyűjteni. A kutatást leginkább a részvénytulajdonosok adás-vételi motivációinak megismerése segítette volna. Tekintettel arra, hogy ez a kör nehezen meghatározható és elérhető, a kérdőíves adatgyűjtést tőzsdei kereskedők közreműködésével terveztem elvégezni. Néhány interjút követően azonban be kellett látnom, hogy releváns információt ebben a témában nem fogok kapni, így az adatgyűjtés ezen módját el kellett hagynom.

Az adatbázis összeállításához a Microsoft Office Excel 2007 programcsomagot használtam.

⁵³ <http://www.bet.hu/>

4.3. A KUTATÁS SORÁN ALKALMAZOTT STATISZTIKAI ELJÁRÁSOK

A hipotézisek ellenőrzése során sokváltozós statisztikai eljárásokat alkalmaztam. A kialakított adatbázis statisztikai vizsgálatait a PASW Statistics 18.0 programcsomag segítségével végeztem el, ezáltal a kutatási eredményeket alátámasztó, a mellékletben megjelenő táblák és ábrák e programcsomag outputjai.

A számviteli adatok értékrelevanciájával kapcsolatos hipotézisek ellenőrzése során a könyv szerinti érték illetve az eredmény⁵⁴ piaci értékkel való kapcsolatának meglétét, a kapcsolat irányát, szorosságát, erősségét és az összefüggés jellegét teszteltem. A fenti metrikus változók kapcsolatának vizsgálatára a korreláció- és a regressziószámítás módszereit alkalmaztam. Ezen számításokat a kutatásba bevont összes vállalat együttes vizsgálata mellett a cégeket két csoportra bontva is elvégeztem, megfigyelve ezzel a vállalkozások méretének hatására megjelenő esetleges különbségeket.

A további hipotézisek vizsgálata során idősorokat elemeztem, trendszámítást végeztem. A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését befolyásoló tényezőket kerestem oly módon, hogy vállalatonként megvizsgáltam a könyv szerinti érték és a piaci érték időbeli változását, majd kiválasztottam minden cégre azokat az időszakokat, amikor a két érték változásában jelentős különbségeket tapasztaltam, s áttekintettem a nyilvánosságra hozott információkat arra vonatkozóan, hogy magyarázatot nyújtanak-e ezekre az eltérő értékváltozásokra.

A piaci érték és a könyv szerinti érték együttmozgásait keresztkorrelációs vizsgálatokkal kerestem. A keresztkorrelációs függvény két idősor közötti kapcsolat irányát és erősségét mutatja be, továbbá rávilágít arra, hogy a két idősor egymáshoz képest mennyi információt termel, azaz van-e közöttük előrejelzési kapcsolat. A két érték változásait grafikonok segítségével is összevetettem, meghatározva ezzel azokat az időszakokat, amikor az egyes vállalkozások esetében a piaci érték és a

⁵⁴ Itt többféle eredménykategóriát is megvizsgáltam: adó- és kamatfizetés előtti eredmény, adózás előtti eredmény és átfogó eredmény értékei kerültek be a számításaimba.

könyv szerinti érték alakulásában jelentős eltérés volt tapasztalható. Az így kijelölt időszakokra végeztem el vállalatonként a részletes információgyűjtést.

Megvizsgáltam további trendszámítás keretében bizonyos mutatóknak a piaci értékkel és a könyv szerinti értékkel való együttmozgását, illetve esetleges előrejelzési képességét, feltárva ezzel, hogy melyek azok a mutatók, amelyek csak az egyik illetve mindkét értéket befolyásolják. Ezekhez a vizsgálatokhoz szintén a keresztkorreláció módszerét használtam.

4.4. A FELÁLLÍTOTT HIPOTÉZISEK ELLENŐRZÉSE

4.4.1. A számviteli adatok értékrelevanciájával kapcsolatos hipotézisek ellenőrzése

A számviteli adatok értékrelevanciájának vizsgálatára az első három hipotézis irányul, amelyek ellenőrzése során a vállalatok piaci értéke, könyv szerinti értéke és eredménye közötti kapcsolat irányát és erősségét elemeztem.

A piaci értékek adatait az egyes évek december 31-i záró részvényárfolyamainak a teljes alaptőkére jutó részvénytulajdonosi részesedéssel való szorzataként számítottam, így a vállalkozások teljes piaci értékét kaptam. A könyv szerinti érték adataiként a december 31-i saját tőke értékeit használtam.

Az eredmény adatok vonatkozásában nem egy, hanem három eredménykategória értékei is bekerültek a vizsgálatba, ezáltal lehetőségem nyílt annak áttekintésére is, hogy a különböző eredménykategóriák milyen hatást gyakoroltak a vizsgált kapcsolatok alakulására. Az eredménykategóriák, amelyeket bevontam a számításokba: a kamat- és adófizetés előtti eredmény (EBIT), az adózás előtti eredmény és az átfogó eredmény voltak. Az eredmény adatok esetében minden vállalatnál egy-egy teljes üzleti év eredményének értékével végeztem el a számításokat.

A megfigyelési egységek közül kettő esetében nem egyezett az üzlet év a naptári évvel. Ezeknél a vállalkozásoknál a december 31-hez legközelebb eső mérlegfordulónaphoz tartozó üzleti évek eredmény értékeit használtam, mivel így állt módomban ezeknél a vállalkozásoknál is teljes üzleti év eredményét vizsgálni oly módon, hogy a megváltozott üzleti év és a naptári év között a legnagyobb átfedés biztosított legyen.

A bemutatott értékek közötti kapcsolatok irányát és szorosságát lineáris (Pearson-féle) és parciális korrelációs együtthatók számításával vizsgáltam a szignifikanciaszint kétoldali próbával történő ellenőrzése mellett. A kapott korrelációs együttható értékeket 1%-os szignifikanciaszint mellett fogadtam el, de az alacsony elemszám szignifikanciaszintre gyakorolt hatása miatt az 1-5% közötti szignifikanciaszintet mutató korrelációs együtthatókat külön elemeztem. A parciális korrelációs együttható értékeinek meghatározását azért tartottam szükségesnek, mert

az lehetővé tette két változó közötti kapcsolat szorosságának mérését a harmadik változó hatásának kiszűrése mellett.

A korrelációs számítás nagyon érzékeny a kiugró adatokra, ezért boxplot segítségével megvizsgáltam, hogy vannak-e kiugró elemek az év végi saját tőke és piaci érték adatok között. Azon vállalkozásokat, amelyek mind a saját tőke mind a piaci érték vonatkozásában kiugrónak minősültek, külön csoportba sorolva vizsgáltam tovább. Így a kiugró adatokkal rendelkező vállalatokból kaptam egy csoportot, ez lett a magasabb tőkeértékű cégek csoportja, míg a kiugrónak nem minősülő adatokkal rendelkező vállalatok az alacsonyabb tőkeértékű vállalkozások csoportjában maradtak. Tekintettel arra, hogy a számítások pontossága érdekében a kiugró értékek kiszűrését minden vizsgált időpontra elvégeztem, az így definiált csoportok nem lettek teljesen homogének. A magasabb tőkeértékű vállalkozások csoportjába 2005 és 2006 végén 9 vállalat került, 2007 végén ebből egy cég átkerült az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok közé, így itt 8 vállalat maradt, míg 2009 és 2010 végén a 9. vállalat visszakerülése mellett még egy vállalattal bővült a csoport létszáma, így 10 vállalatot vizsgáltam ebben a körben. Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportját az előbbiekkal összhangban az első két vizsgált időpontban 17, 2007 végén 18, míg a két utóbbi időpontban 16 vállalat alkotta.

A fentieknek megfelelően a megfigyelési egységek együttes vizsgálata mellett elvégeztem a korrelációs számításokat a vizsgált sokaság két csoportjára külön-külön is.

4.4.1.1. Az 1. hipotézis ellenőrzése

Az 1. hipotézis ellenőrzése során a vállalkozások könyv szerinti értéke és piaci értéke közötti kapcsolat létét, irányát és erősségét vizsgáltam Pearson-féle és parciális korreláció számításával. Mindkét típusú korrelációs együtthatót kiszámítottam a vizsgált időszak öt mérlegfordulónapjára, mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára külön-külön. A parciális korrelációs együttható számításánál a különböző eredménykategóriák adatai külön illetve együttesen jelentették az ellenőrzött változókat. Az elvégzett számítások részletes eredménytábláit az 1. melléklet tartalmazza.

A teljes vizsgált sokaságra kapott eredmények

A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatóinak a teljes vizsgált sokaságra számított értékeit az 1. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt érték szignifikanciaszintje meghaladta az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

A vizsgálatba bevont sokaság egészét tekintve megállapítható, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat⁵⁵ állt fenn mindvégig a vizsgált öt év során. Ezt a Pearson-féle lineáris korrelációs együttható 1-hez közeli pozitív értéke jelzi, amely 2005.12.31-én 0,990-es értéket vett fel, s nem is mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-én 0,993, 2007.12.31-én 0,969, 2008.12.31-én 0,977 és 2009.12.31-én 0,974 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

A parciális korrelációs együtthatók értékei már nem jeleztek ennyire erős kapcsolatot és jelentősebb változásukat is tapasztaltam a vizsgált időszak során. A pozitív irányú legalább közepes erősségű kapcsolat azonban minden esetben megmaradt, tehát az ellenőrzött változók mindig csak részleges magyarázatot szolgáltattak a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára. Az egyes évek közötti változás iránya megegyezett a Pearson-féle korrelációs együttható alakulásának irányával, ennek megfelelően 2005.12.31-ről 2006.12.31-re növekedtek, 2007.12.31-re csökkentek, 2008.12.31-re ismét emelkedtek, majd 2009.12.31-re újból mérséklődtek a kapcsolat erősségét jelző értékek. Két

⁵⁵ A korrelációs együttható (r) értékeit az alábbiak szerint szokás értelmezni: az együttható előjele mutatja a kapcsolat irányát, míg értéke a kapcsolat szorosságát jelzi. Az $r=1$ a tökéletes pozitív, függvényszerű lineáris kapcsolatot, az $0,7 \leq r < 1$ az erős pozitív kapcsolatot, az $0,2 \leq r < 0,7$ a közepes pozitív kapcsolatot, az $0 < r < 0,2$ a gyenge pozitív kapcsolatot jelenti. Az $r=0$ a lineáris kapcsolat teljes hiányát, az $-0,2 < r < 0$ a gyenge negatív kapcsolatot, az $-0,7 < r \leq -0,2$ a közepes negatív kapcsolatot, az $-1 < r \leq -0,7$ az erős negatív kapcsolatot és az $r=-1$ a tökéletes negatív, függvényszerű lineáris kapcsolatot mutatja. A korrelációs együtthatók szokásos értelmezéséről lásd pl. Sajtos-Mitev [2007], p. 205.

korrelációs együtttható érték lógott ki a sorból, ez a 2008.12.31-i parciális korrelációs együtttható volt arra az esetre, amikor az átfogó eredmény volt a kontrollált változó, illetve amikor az összes eredménykategória egyszerre szerepelt ellenőrzött változóként. Ezekben az esetekben a szignifikanciaszint is romlott.

Eltérést mutattak az együtttható értékei annak függvényében, hogy melyik eredménykategóriát tekintetem kontrollált változónak. Összességében megállapítható, hogy az adó- és kamatfizetés előtti eredmény valamint az adózás előtti eredmény jelentősebb hatást gyakorolt a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára, mint az átfogó eredmény. Ezt jelzi, hogy a parciális korrelációs együtttható értékei kevésbé tértek el a lineáris korrelációs együttthatók értékeitől akkor, amikor az átfogó eredmény volt az ellenőrzött változó, mint azokban az esetekben, amikor az adó- és kamatfizetés előtti eredmény illetve az adózás előtti eredmény szerepelt kontrollált változóként.

A változók között fennálló multikollinearitásnak köszönhető a kapott eredmények ilyen alakulása, mivel a könyv szerinti érték az egyes eredménykategóriák közül az adó- és kamatfizetés előtti eredménnyel korrelált a legerősebben és az átfogó eredménnyel a legkevésbé, de még ez is erős pozitív kapcsolatot mutatott. Az eredménykategóriák egymásra épülése miatt az egyes eredményértékek között szintén erős pozitív kapcsolat állt fenn, mivel az adó- és kamatfizetés előtti eredmény a másik két eredményérték meghatározó összetevője. A vállalkozások gazdálkodásának jövedelmezőségét a legtöbb vizsgált esetben nagyban meghatározta az üzleti tevékenység időszaki eredményességének alakulása, ami az adó- és kamatfizetés előtti eredmény értékében jelenik meg. A további eredménykategóriák értékeinek alakulása legtöbbször ennek értékét tükrözte vissza, ami ahhoz vezetett, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat erősségét egyre kisebb mértékben magyarázták az eredménykategóriák, ahogy az adó- és kamatfizetés előtti eredménytől távolodtunk. Ezt támasztja alá az a vizsgálati eredmény is, hogy a könyv szerinti érték és az adózás előtti eredmény illetve az átfogó eredmény között fennálló szignifikáns erős pozitív kapcsolat elvesztette a szignifikanciáját, amikor parciális korrelációs együttthatót számítottam ezekre a változókra az adó- és kamatfizetés előtti eredmény kontrollálása mellett.

Az eredménykategóriák között fennálló multikollinearitás hatásának kiküszöbölése érdekében elvégeztem a parciális korrelációs együtttható számítását

oly módon, hogy ellenőrzött változóként mindhárom eredménykategóriát bevontam a vizsgálatba.

Az átfogó eredmény változó ellenőrzése mellett a könyv szerinti érték és a piaci érték 2008.12.31-e kivételével végig erős pozitív kapcsolatban állt egymással, és 0-1% közötti szignifikanciaszintet mutatott. A parciális korrelációs együttható értéke 2005.12.31-re 0,769, 2006.12.31-re 0,891, 2007.12.31-re 0,818 és 2009.12.31-re 0,893 volt. Jelentős eltérést a 2008.12.31-re számított együttható értéke mutatott, ami a közepes pozitív kapcsolatot jelző 0,493 értéket vette fel, s a szignifikanciaszintje is rosszabb, 1,2%-os volt. Ez volt az egyetlen időpont, amikor az eredménykategóriák közül az átfogó eredmény állt a legszorosabb kapcsolatban a könyv szerinti értékkel, ennek hatása tükröződött a parciális korrelációs együttható értékében.

Az adózás előtti eredmény változó kontrollálása mellett 2005.12.31-re és 2009.12.31-re a többi időponttól eltérően csak közepes pozitív kapcsolatot kaptam a könyv szerinti és a piaci értékre, de mindegyik parciális korrelációs együttható 0%-os szignifikanciaszintet mutatott. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,600, 2006.12.31-re 0,862, 2007.12.31-re 0,715, 2008.12.31-re 0,753 és 2009.12.31-re 0,697 volt.

Abban az esetben, amikor a parciális korrelációs együttható számításához az adó- és kamatfizetés előtti eredményt vizsgáltam ellenőrzött változóként, 2007.12.31-re is közepes pozitív kapcsolatot kaptam. Így már csak két időpontban (2006.12.31. és 2008.12.31.) állt fenn erős pozitív kapcsolat a könyv szerinti érték és a piaci érték között, de ebben az esetben is mindegyik parciális korrelációs együttható 0-1% közötti szignifikanciaszintet mutatott.

Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,631, 2006.12.31-re 0,870, 2007.12.31-re 0,539, 2008.12.31-re 0,799 és 2009.12.31-re 0,657 volt.

Az így számított parciális korrelációs együttható értékek a 2007.12.31-i időpont kivételével nagyon hasonlóak az adózás előtti eredmény kontrollálása mellett kapott korrelációs együttható értékekhez. A 2007.12.31. volt az egyetlen időpont, amikor azt tapasztaltam, hogy az adó- és kamatfizetés előtti eredmény szorosabb kapcsolatban állt a piaci értékkel, mint a könyv szerinti értékkel. A könyv szerinti

érték kontrollváltozóként való bevonása mellett számított parciális korrelációs együttható csak ebben az egy időpontban jelzett szignifikáns kapcsolatot a piaci érték és az adó- és kamatfizetés előtti eredmény között. Ennek következménye, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatát tekintve ilyen magas magyarázó erővel rendelkezik az adó- és kamatfizetés előtti eredmény.

A 2007-es üzleti év során jelentős emelkedés volt tapasztalható a vizsgált vállalatok nagy részének piaci értékében, amivel párhuzamosan a legtöbb vállalkozás adó- és kamatfizetés előtti eredménye is meghaladta az előző évi értéket. Ez a párhuzamos emelkedés okozhatja a korrelációs együtthatókra gyakorolt fenti hatást, de ok-okozati kapcsolatot a két érték változása között természetesen nem jelent.

Az egyes eredménykategóriáknak a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára gyakorolt hatásának külön-külön végzett kiszűrését követően meghatároztam a parciális korrelációs együtthatók értékét a három eredménykategória párhuzamos kontrollálása mellett. Az így kapott együttható értékek tisztán, az eredmény értékének befolyásoló hatása nélkül mutatták a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolatot.

A kapott korrelációs együttható értékek 2008.12.31-e kivételével, amikor közepes pozitív kapcsolatot jeleztek, minden időpontban erős pozitív kapcsolatot mutattak 0-0,2%-os szignifikanciaszint mellett. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,841, 2006.12.31-re 0,901, 2007.12.31-re 0,726, 2008.12.31-re 0,601 és 2009.12.31-re 0,971 volt.

A vizsgált időszak folyamán a kapcsolat egyre szorosabbá vált, ezt jelzi a 2005.12.31-re és a 2009.12.31-re számított korrelációs együttható értéke közötti eltérés. A parciális korrelációs együttható értékei egyre kevésbé maradtak el a Pearson-féle korrelációs együttható értékeitől, aminek következtében a lineáris és a parciális korrelációs együtthatók értékei 2009.12.31-re már majdnem azonos értéket mutattak. Ez azt jelzi, hogy a vizsgált időszak folyamán egyre csökkent az eredmény változóknak a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára gyakorolt hatása.

Az előzőekben bemutatott trendtől eltér, hogy az ellenőrzött kapcsolat erősségében 2007.12.31-én és 2008.12.31-én visszaesés volt tapasztalható, aminek hátterében a piaci értékben bekövetkezett jelentős változások álltak. 2007.12.31-re a vizsgált vállalatok nagy részének (22 cég) piaci értéke jelentősen megemelkedett, míg a könyv szerinti értékükben nem volt ilyen mértékű változás. A gazdasági válság

következtében 25 vizsgált vállalat esetében a piaci érték jelentős visszaesése volt tapasztalható 2008.12.31-re, ami a könyv szerinti értékben nem jelentkezett.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy a teljes vizsgált sokaság vonatkozásában a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszakban, amely kapcsolat erejéből veszített, de szignifikáns maradt akkor is, ha ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba az eredménykategóriákat.

1. táblázat: A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatói a teljes sokaságra

Korrelációs együttható	2005.1 2.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008.1 2.31.	2009.1 2.31.
Pearson-féle	0,990	0,993	0,969	0,977	0,974
Parciális (EBIT)	0,631	0,870	0,539	0,799	0,657
Parciális (Adózás előtti eredmény)	0,600	0,862	0,715	0,753	0,697
Parciális (Átfogó eredmény)	0,769	0,891	0,818	0,493	0,893
Parciális (Mindegyik eredmény)	0,841	0,901	0,726	0,601	0,971

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredmények

A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatóinak a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára számított értékeit a 2. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje meghaladta az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A sötétszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje pedig 5%-nál is magasabb volt, így ezek a korrelációs együttható értékek még 95%-os megbízhatósági szint mellett sem tekinthetők szignifikánsnak. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportját tekintve megállapítható, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn mindvégig a vizsgált öt év során. Ezt a Pearson-féle lineáris korrelációs együttható 1-hez közeli pozitív értéke jelzi, amely 2005.12.31-én 0,986-es értéket vett fel, s nem is mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-

én 0,990, 2007.12.31-én 0,964, 2008.12.31-én 0,969 és 2009.12.31-én 0,968 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

Az erre a vállalati körre kapott lineáris korrelációs együtthatókat a teljes vizsgált sokaságra kapott eredményekkel összevetve megállapítható, hogy a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára vonatkozó könyv szerinti érték és piaci érték közötti kapcsolat szorossága csak nagyon kis mértékben (0,003-0,008) maradt el a teljes vizsgált mintára kapott mutatók értékeitől.

A parciális korrelációs együtthatók értékeit áttekintve látható, hogy mindössze öt esetben volt 1%-os szignifikanciaszint mellett elfogadhatónak tekinthető az együttható értéke. További kilenc esetben 1%-nál magasabb, de 5%-nál alacsonyabb volt a szignifikanciaszint, amely esetekben a parciális korrelációs együttható értéke 95%-os megbízhatósági szint mellett lett volna elfogadható. Az említett parciális korrelációs együttható értékek mindegyike erős pozitív kapcsolatot mutatott. A fennmaradó hat esetben a parciális korrelációs együttható értékek közepes pozitív kapcsolatot jeleztek, de a szignifikanciaszint az 5%-ot is meghaladta, így ezek az eredmények nem tekinthetők szignifikánsnak.

Az eredmények értékelésekor fontos szem előtt tartani, hogy a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában nagyon kevés, mindössze 8-10 vállalat található. A csoport alacsony elemszáma is hozzájárulhatott ahhoz, hogy a korrelációs együttható értékek egy része nem tekinthető szignifikánsnak.

A parciális korrelációs együtthatók kapott értékei összhangban voltak a teljes vizsgált sokaságra számított hasonló értékekkel. A Pearson-féle korrelációs együtthatókkal egyezően a parciális korrelációs együtthatók is alatta maradtak a teljes vizsgált sokaságra kapott együttható értékeknek azokban az esetekben, amikor az ellenőrzött változó egy eredménykategória volt. Az összes eredménykategória párhuzamos kontrollálása mellett a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára számított parciális korrelációs együttható értékei már meghaladták a teljes vizsgált sokaság hasonló együttható értékeit, ami arra utal, hogy a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában szorosabb a kapcsolat a könyv szerinti érték és a piaci érték között, mint a teljes vizsgált sokaság esetében.

A parciális korrelációs együttható értékek egyes évek közötti változásának iránya megegyezett a csoportra meghatározott Pearson-féle korrelációs együttható

alakulásának irányával, illetve a teljes vizsgált sokaságra számított korrelációs együtthatók értékeinél tapasztaltakkal. Eltérést mutattak az együttható értékei annak függvényében, hogy melyik eredménykategóriát tekintettem kontrollált változónak. Ebben is megegyeztek a kapott értékek a teljes vizsgált sokaságnál kialakult eredményekkel.

Az átfogó eredmény változó ellenőrzése mellett a könyv szerinti érték és a piaci érték 2008.12.31-e kivételével végig erős pozitív kapcsolatban állt egymással, de csak 2006.12.31-re és 2009.12.31-re mutatott 0-1% közötti szignifikanciaszintet, 2005.12.31-re és 2007.12.31-re már csak 5%-os szignifikanciaszint elfogadása mellett lett volna elfogadható.

A parciális korrelációs együttható értéke 2005.12.31-re 0,711, 2006.12.31-re 0,856, 2007.12.31-re 0,796 és 2009.12.31-re 0,894 volt. Jelentős eltérést a 2008.12.31-re számított együttható értéke mutatott, ami a közepes pozitív kapcsolatot jelző 0,468 értéket vette fel, de a szignifikanciaszintje 20,4%-os volt, így nem volt szignifikánsnak tekinthető. Tekintettel arra, hogy a másik két eredmény változó, valamint az összes eredmény változó együttes kontrollálása mellett nem jelentkezett a kapcsolat ilyen fokú gyengülése, illetve ilyen magas szignifikanciaszintje, valószínűsíthető, hogy az átfogó eredménynek a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolatra gyakorolt magyarázó erejének növekedése nem tekinthető valósnak. Erre utalhat a szignifikanciaszint romlása is, amelyben a csoport alacsony elemszáma is szerepet játszhatott.

Az adózás előtti eredmény változó kontrollálása mellett 2005.12.31-re és 2007.12.31-re a többi időponttól eltérően csak közepes pozitív kapcsolatot kaptam a könyv szerinti és a piaci értékre, de ezek a parciális korrelációs együtthatók 22,2%-os illetve 12,1%-os szignifikanciaszintet jelezve nem voltak szignifikánsak. A további évek erős pozitív kapcsolatot jelző parciális korrelációs együtthatóinak értékei is a kívánatosnál magasabb, 1-5% közötti szignifikanciaszintet mutattak. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,486, 2006.12.31-re 0,813, 2007.12.31-re 0,641, 2008.12.31-re 0,747 és 2009.12.31-re 0,705 volt.

Abban az esetben, amikor a parciális korrelációs együttható számításához az adó- és kamatfizetés előtti eredményt vizsgáltam ellenőrzött változóként,

2009.12.31-re is közepes pozitív kapcsolatot kaptam, de a szignifikanciaszint itt is a kívánatosnál magasabb, 5,4% volt. A 2005.12.31-re számított együttható szignifikanciaszintje meghaladta ezt az értéket, 19,6% volt, míg a 2007.12.31-re meghatározott szint ennél is magasabb, 32,5% volt. Ezen adatok alapján az említett időpontok parciális korrelációs együtthatói nem tekinthetők szignifikánsnak. Ezen parciális korrelációs együttható esetében csak két időpontban (2006.12.31. és 2008.12.31.) állt fenn erős pozitív kapcsolat a könyv szerinti érték és a piaci érték között, de ezek az együttható értékek is az elfogadás határán voltak, mivel 1%-os illetve 1,2%-os szignifikanciaszintet mutattak. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,511, 2006.12.31-re 0,832, 2007.12.31-re 0,438, 2008.12.31-re 0,786 és 2009.12.31-re 0,658 volt.

A három eredménykategória párhuzamos kontrollálása mellett kapott parciális korrelációs együttható értékek hasonló képet mutattak a teljes vizsgált sokaságra tapasztalhoz azzal a különbséggel, hogy az erre a csoportra számított együtthatók mindegyik időpontban kis mértékben szorosabb kapcsolatot jeleztek. Továbbá eltérés volt tapasztalható a szignifikanciaszintekben, mivel ezeknél a vállalatoknál csak a 2006.12.31-re és a 2009.12.31-re számított együttható mutatott 0%-hoz közeli szignifikanciaszintet. A 2005.12.31-re meghatározott együtthatóhoz már 1% feletti, míg 2007.12.31-re és 2008.12.31-re 5%-hoz közeli szignifikanciaszintet kaptam. Ennek megfelelően az ezekre az időpontokra számított korrelációs együtthatók csak 95%-os megbízhatósági szint mellett lettek volna elfogadhatóak. A csoport alacsony elemszámára tekintettel azonban áttekintettem ezeket a kapott eredményeket is.

A parciális korrelációs együttható értékei minden időpontban erős pozitív kapcsolatot mutattak. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,903, 2006.12.31-re 0,961, 2007.12.31-re 0,881, 2008.12.31-re 0,767 és 2009.12.31-re 0,981 volt.

A vizsgált időszak folyamán a kapcsolat egyre szorosabbá vált, ezt jelzi a 2005.12.31-re és a 2009.12.31-re számított korrelációs együttható értéke közötti eltérés. A parciális együttható értékei egyre kevésbé maradtak el a Pearson-féle korrelációs együttható értékeitől, aminek következtében a parciális korrelációs együttható értéke 2009.12.31-én már meg is haladta a lineáris korrelációs együttható értékét. Ez azt mutatja, hogy a vizsgált időszak folyamán egyre csökkent az eredmény változóknak a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára gyakorolt

hatása, és 2009.12.31-re már az eredmény változók általi részben elnyomott összefüggésre utal.

Az előzőekben bemutatott trendtől eltér, hogy az ellenőrzött kapcsolat erősségében 2007.12.31-én és 2008.12.31-én visszaesés volt tapasztalható, aminek hátterében a piaci értékben bekövetkezett jelentős változások álltak. Ez a visszaesés ennél a csoportnál nem volt olyan jelentős, mint ami a teljes vizsgált sokaságra volt tapasztalható, de az okai azonosak voltak. 2007.12.31-re a vizsgált vállalatok felének piaci értéke jelentősen megemelkedett, míg a könyv szerinti értékükben nem volt ilyen mértékű változás. A vállalatok mindegyikét érintette a gazdasági válság hatása, aminek következtében a piaci érték jelentős visszaesése volt tapasztalható 2008.12.31-re, ami a könyv szerinti értékben nem jelentkezett.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszakban, amely kapcsolat veszített erejéből és szignifikanciájából akkor, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba az eredménykategóriákat. A vizsgált csoport alacsony elemszáma hatással lehetett a szignifikanciaszintek ilyen alakulására.

2. táblázat: A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatói a magasabb tőkeértékű vállalkozások csoportjára

Korrelációs együttható	2005.1 2.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008.1 2.31.	2009.1 2.31.
Pearson-féle	0,986	0,990	0,964	0,969	0,968
Parciális (EBIT)	0,511	0,832	0,438	0,786	0,658
Parciális (Adózás előtti eredmény)	0,486	0,813	0,641	0,747	0,705
Parciális (Átfogó eredmény)	0,711	0,856	0,796	0,468	0,894
Parciális (Mindegyik eredmény)	0,903	0,961	0,881	0,767	0,981

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredmények

A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatóinak az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára számított értékeit a 3. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt érték szignifikanciaszintje meghaladta az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A sötétszürke

háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje meghaladta az 5%-ot, így ezek a korrelációs együttható értékek nem tekinthetők szignifikánsnak. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportját tekintve megállapítható, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn négy időpontban a vizsgált időszak során. A lineáris korrelációs együttható értékei több időpontban is közelítették az erős kapcsolat alsó határát jelző 0,7-es értéket, és 2006.12.31-re vonatkozóan alá is ment ennek, így akkor csak közepes pozitív kapcsolat mutatkozott a könyv szerinti érték és a piaci érték között, amely szintén szignifikánsnak tekinthető.

A korrelációs együttható értéke 2005.12.31-én 0,738-es értéket vett fel, amitől az előbbi csoportra és a teljes vizsgált sokaságra végzett vizsgálatokhoz képest nagyobb eltérést mutatott a következő évek során. 2006.12.31-én 0,696, 2007.12.31-én 0,792, 2008.12.31-én 0,852 és 2009.12.31-én 0,719 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike 0-0,2% közötti szignifikanciaszintet mutatott.

Az erre a csoportra számított Pearson-féle korrelációs együttható értékei elmaradtak mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb tőkeértékű vállalkozások csoportjára számított lineáris korrelációs együttható értékeitől.

A parciális korrelációs együtthatók értékei az esetek egy részében erősebb, más részében gyengébb kapcsolatot mutattak, mint az adott időpontra számított Pearson-féle korrelációs együttható és jelentősebb változásukat is tapasztaltam a lineáris korrelációs együttható változásához képest a vizsgált időszak során. A pozitív irányú legalább közepes erősségű kapcsolat azonban minden esetben megmaradt, tehát az ellenőrzött változók mindig csak részleges magyarázatot szolgáltattak a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára.

Az egyes időpontok között a parciális korrelációs együttható változásának iránya 2008 év kivételével megegyezett a Pearson-féle korrelációs együttható alakulásának irányával, amely szerint 2005.12.31-ről 2006.12.31-re csökkentek, 2007.12.31-re növekedtek, 2008.12.31-re ismét emelkedtek, majd 2009.12.31-re újból mérséklődtek a kapcsolat erősségét jelző értékek. A 2008.12.31-re

meghatározott parciális korrelációs együtthatók közül csak az követte ezt a változást, amelyet az adózás előtti eredmény kontrollálása mellett számítottam.

Két olyan esetet tapasztaltam, amikor a parciális korrelációs együttható értéke nem volt szignifikánsnak tekinthető, ez a 2006.12.31-re számított érték az adózás előtti eredmény valamint az átfogó eredmény kontrollálása mellett. Ezekben az esetekben a kapcsolat szorosságát jelző együttható értéke lényegesen alacsonyabb volt és 14,4%-os illetve 8,4%-os szignifikanciaszintet mutatott. A három eredmény változó együttes ellenőrzése mellett 2009.12.31-re előállított parciális korrelációs együttható 4,8%-os szignifikanciaszintje is csak 95%-os megbízhatósági szint mellett tekinthető elfogadhatónak.

A parciális korrelációs együtthatók értékei hasonló különbséget mutattak a teljes vizsgált sokaságra számított hasonló értékektől is, mint amit a Pearson-féle korrelációs együttható eredményeitől való eltérésként tapasztaltam, azaz egyes esetekben meghaladták azokat, más esetekben pedig elmaradtak tőlük.

Eltérést mutattak az együttható értékei annak függvényében, hogy melyik eredménykategóriát tekintettem kontrollált változónak. Összességében elmondható, hogy a teljes vizsgált sokasággal szemben, ahol az adó- és kamatfizetés előtti eredmény valamint az adózás előtti eredmény jelentősebb hatást gyakorolt a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára, mint az átfogó eredmény, ezen vállalatok csoportjánál ilyen hatás nem állapítható meg egyértelműen.

Az eredmények értékelésekor a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjához hasonlóan itt is fontos szem előtt tartani, hogy az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjában is kevés, 16-18 vállalat található. A csoport alacsony elemszáma is hozzájárulhatott ahhoz, hogy a korrelációs együttható értékek egy része nem tekinthető szignifikánsnak.

Az átfogó eredmény változó ellenőrzése mellett a könyv szerinti érték és a piaci érték 2006.12.31-e kivételével végig erős pozitív kapcsolatban állt egymással, és 0-0,3% közötti szignifikanciaszintet mutatott. A parciális korrelációs együttható értéke 2005.12.31-re 0,736, 2006.12.31-re 0,445, 2007.12.31-re 0,872, 2008.12.31-re 0,867 és 2009.12.31-re 0,715 volt. Jelentős eltérést mutatott a többi időpontra kapott eredményektől a 2006.12.31-re számított együttható értéke, ami a közepes pozitív kapcsolatot jelző 0,445 értéket vette fel, s a szignifikanciaszintje 8,4%-os volt, ami miatt nem tekinthető szignifikánsnak. Ebben az időpont az átfogó eredmény

szignifikáns erős pozitív kapcsolatban állt a könyv szerinti értékkel, ennek hatása tükröződött a parciális korrelációs együttható értékében.

A 2005.12.31-re és a 2009.12.31-re számított parciális korrelációs együttható értékek nem mutattak jelentős eltérést az adott időpontokhoz tartozó Pearson-féle korrelációs együttható értékeitől, ami arra utal, hogy az átfogó eredménynek nem volt jelentős hatása a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy ezekben az időpontokban nem tapasztaltam szignifikáns kapcsolatot az átfogó eredmény és a könyv szerinti érték között. Ezzel szemben a 2007.12.31-re és a 2008.12.31-re kapott parciális korrelációs együttható értékek magasabbak voltak, mint a lineáris korrelációs együttható adott időponthoz tartozó értékei, amiből részben elnyomott összefüggésre következtethetünk.

Az adózás előtti eredmény változó kontrollálása mellett nagyon hasonló parciális korrelációs együttható értékeket kaptam, mint az átfogó eredmény ellenőrzése esetén.

Az együttható 2005.12.31-re számított értéke megegyezett egymással a két vizsgált esetben. A 2006.12.31-re kapott érték ugyanúgy nem volt szignifikáns, mint akkor, amikor az átfogó eredményt használtam kontrollváltozóként. Ebben az időpont az adózás előtti eredmény is szignifikáns erős pozitív kapcsolatban állt a könyv szerinti értékkel, ennek hatása tükröződött a parciális korrelációs együttható értékében. A 2007.12.31-re és a 2008.12.31-re kapott parciális korrelációs együttható értékek szintén magasabbak voltak, mint a lineáris korrelációs együttható adott időponthoz tartozó értékei, amiből részben elnyomott összefüggésre következtethetünk.

Az egyetlen eltérés a 2009.12.31-re számított együttható értékekben tapasztalható, mivel ebben az esetben a parciális korrelációs együttható értéke elmaradt az ehhez az időponthoz tartozó Pearson-féle korrelációs együttható értékétől, ami arra utal, hogy az adózás előtti eredmény részleges magyarázó erővel bír a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára.

Az említett 2006.12.31-i értéket kivéve, melynek szignifikanciaszintje 14,4% volt, mindegyik parciális korrelációs együttható 0-1% közötti szignifikanciaszintet mutatott. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,736, 2006.12.31-re 0,382, 2007.12.31-re 0,846, 2008.12.31-re 0,860 és 2009.12.31-re 0,654 volt.

Abban az esetben, amikor a parciális korrelációs együttható számításához az adó- és kamatfizetés előtti eredményt vizsgáltam ellenőrzött változóként, 2006.12.31-re és 2009.12.31-re közepes pozitív kapcsolatot kaptam. A többi időpontban erős pozitív kapcsolat állt fenn a könyv szerinti érték és a piaci érték között.

A 2005.12.31-re kapott parciális korrelációs együttható érték magasabb volt, mint a lineáris korrelációs együttható adott időponthoz tartozó értéke, amiből részben elnyomott összefüggésre következtethetünk. A többi esetben a parciális korrelációs együttható értéke elmaradt az adott időpontokhoz tartozó Pearson-féle korrelációs együttható értékétől, ami arra utal, hogy az adó- és kamatfizetés előtti eredmény részleges magyarázó erővel bír a könyv szerinti érték és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára.

Ebben az esetben mindegyik parciális korrelációs együttható 0-1% közötti szignifikanciaszintet mutatott. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,857, 2006.12.31-re 0,641, 2007.12.31-re 0,771, 2008.12.31-re 0,745 és 2009.12.31-re 0,662 volt.

A három eredménykategória párhuzamos kontrollálása mellett kapott parciális korrelációs együttható értékek eltérést mutattak a teljes vizsgált sokaságnál és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjánál tapasztaltakhoz képest, mivel ennél a csoportnál a parciális korrelációs együttható értéke az első három időpontban meghaladta, az utolsó két időpontban pedig alulmúlta a lineáris korrelációs együttható értékét. Ez az első három időpontban az eredmény változók általi részben elnyomott összefüggést jelzi, míg az utolsó két időpontra vonatkozóan az eredménykategóriák részleges magyarázóerejét mutatja.

A parciális korrelációs együttható értékek 0-1% közötti szignifikanciaszintet mutatattak az utolsó vizsgált időpont kivételével, amikor az együttható értéke csak 95%-os megbízhatósági szint mellett lett volna elfogadható. A könyv szerinti érték és a piaci érték között az első három időpontban erős, azt követően közepes pozitív kapcsolat állt fenn. Az együttható értéke 2005.12.31-re 0,922, 2006.12.31-re 0,826, 2007.12.31-re 0,915, 2008.12.31-re 0,685 és 2009.12.31-re 0,556 volt.

A vizsgált időszak folyamán a teljes vizsgált sokaságra és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredményekkel ellentétben a kapcsolat

szorossága csökkent, ezt jelzi a 2005.12.31-re és a 2009.12.31-re számított korrelációs együttható értéke közötti eltérés, bár szem előtt kell tartani, hogy az utolsó időponthoz tartozó együttható értéke közelítette az 5%-os szignifikanciaszintet. A kapcsolat szorosságának mérséklődésének előidézője a gazdasági válság volt, aminek következtében a piaci érték jelentős visszaesése volt tapasztalható 2008.12.31-re, ami a könyv szerinti értékben nem jelentkezett. Ez a tendencia ezen csoport vállalatainak többsége esetében a magasabb tőkeértékű vállalatokkal ellentétben még a 2009-es évben is fennmaradt, ami a parciális korrelációs együttható értékének további visszaesését okozta. Érdekes lenne megvizsgálni, hogyan alakult az együttható értéke 2010.12.31-re, hiszen abból láthatnánk, hogy valóban a válság hatásának elhúzódásáról beszélhetünk-e az alacsonyabb tőkeértékű vállalkozások esetében.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns erős (egy esetben erős közepes) pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszakban, amely kapcsolat bizonyos esetekben veszített erejéből és szignifikanciájából, más esetekben pedig erősebbé vált akkor, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba az eredménykategóriákat.

3. táblázat: A könyv szerinti érték és a piaci érték korrelációs együtthatói az alacsonyabb tőkeértékű vállalkozások csoportjára

Korrelációs együttható	2005.1 2.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008.1 2.31.	2009.1 2.31.
Pearson-féle	0,738	0,696	0,792	0,852	0,719
Parciális (EBIT)	0,857	0,641	0,771	0,745	0,662
Parciális (Adózás előtti eredmény)	0,736	0,382	0,846	0,860	0,654
Parciális (Átfogó eredmény)	0,736	0,445	0,872	0,867	0,715
Parciális (Mindegyik eredmény)	0,922	0,826	0,915	0,685	0,556

A fentiekben részletezett eredmények alapján kijelenthető, hogy mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára vonatkozóan a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns, legalább közepes pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszak során. Ez a legalább közepes pozitív kapcsolat fennmaradt akkor is, amikor ellenőrzött változóként

bevettem a vizsgálatba az eredménykategóriákat, de bizonyos esetekben az így számított parciális korrelációs együttható értékek nem voltak szignifikánsak. Ilyen probléma az alacsony elemszámú csoportok esetében jelentkezett, a teljes vizsgált sokaságra végzett számítások eredményei szignifikánsak voltak.

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában a parciális korrelációs együtthatók értékei a teljes vizsgált sokaságra végzett számítások eredményeihez hasonlóan alakultak, de az eredménykategóriák párhuzamos kontrollálása mellett szorosabb kapcsolatot mutattak, mint a teljes vizsgált sokaságra számított hasonló együttható értékek. Az alacsony tőkeértékű vállalkozások csoportjában kevésbé szoros kapcsolat mutatkozott a könyv szerinti érték és a piaci érték között, de az eredmény kategóriák nem bírtak olyan egyértelmű részleges magyarázóerővel, mint a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjánál. Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok esetében a gazdasági válság a piaci értékek 2008. évi jelentős visszaesése mellett a 2009. évi csökkenést is előidézte, ami a könyv szerinti érték és a piaci érték szorosságának további mérséklődését okozta, míg a magasabb tőkeértékű vállalatok esetében ez a hatás 2009.12.31-re már elmúlt.

A kapott eredmények alapján összességében elmondható, hogy a vállalat könyv szerinti értéke és piaci értéke között pozitív kapcsolat van, tehát az 1. hipotézist el kell fogadni.

4.4.1.2. A 2. hipotézis ellenőrzése

A 2. hipotézis ellenőrzése során a vállalkozások eredménye és piaci értéke közötti kapcsolat létét, irányát és erősségét vizsgáltam Pearson-féle és parciális korreláció segítségével. Az 1. hipotézis tesztelésekor vizsgált három eredménykategória értékeit külön-külön vontam be a piaci értékkel fennálló kapcsolat meghatározására irányuló számításokba. Mindkét típusú korrelációs együtthatót kiszámítottam a vizsgált időszak öt üzleti évére és mérlegfordulónapjára, mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára külön-külön. A parciális korrelációs együttható meghatározásánál a könyv szerinti érték jelentette az ellenőrzött változót. Az elvégzett vizsgálatok részletes eredménytábláit a 2. melléklet tartalmazza.

A teljes vizsgált sokaságra kapott eredmények

Az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték korrelációs együtthatóinak a teljes vizsgált sokaságra számított értékeit a 4. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje túllépte az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A sötétszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje meghaladta az 5%-ot, így ezek a korrelációs együttható értékek nem tekinthetők szignifikánsnak. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

A vizsgálatba bevont sokaság egészét tekintve megállapítható, hogy mindhárom eredménykategória és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn végig a vizsgált öt év során. Ezt a Pearson-féle lineáris korrelációs együttható 1-hez közeli pozitív értékei jelzik, amelyek nem is mutattak jelentős eltérést a számításba bevont eredménykategóriától függően.

A vizsgált időszak során a lineáris korrelációs együtthatók egyes évek közötti változásának iránya ellentétes volt a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára számított korrelációs együttható alakulásának irányával. Ennek megfelelően 2005.12.31-ről 2006.12.31-re csökkentek, 2007.12.31-re növekedtek, 2008.12.31-re ismét mérséklődtek, majd 2009.12.31-re újból emelkedtek a kapcsolat erősségét jelző értékek mindhárom eredménykategória esetében. Egy korrelációs együttható érték lógott ki a sorból, ez a 2009.12.31-i Pearson-féle korrelációs együttható volt arra az esetre, amikor az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatát vizsgáltam, de ennek oka az volt, hogy a 2008.12.31-re számított együttható értéke nem mutatott akkora visszaesést az előző évhez képest, mint amit a másik két eredménykategória esetében tapasztaltam. Összességében megállapítható, hogy a vizsgált időszak során a kapcsolat erőssége mindhárom eredménykategória és a piaci érték között csökkent, de a nagyon erős pozitív kapcsolat így is fennmaradt.

Az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együttható 2005.12.31-én 0,985-es értéket vett fel, s nem is mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-én 0,965, 2007.12.31-én 0,982, 2008.12.31-én 0,974 és 2009.12.31-én 0,952 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

Az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együttható 2005.12.31-én 0,988-es értéket vett fel, s szintén nem mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-én 0,973, 2007.12.31-én 0,983, 2008.12.31-én 0,950 és 2009.12.31-én 0,968 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike szintén 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

Az adó- és kamatfizetés előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára számított Pearson-féle korrelációs együttható 2005.12.31-én 0,983-es értéket vett fel, s szintén nem mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-én 0,974, 2007.12.31-én 0,984, 2008.12.31-én 0,934 és 2009.12.31-én 0,960 volt az értéke. Ezen korrelációs együttható értékek mindegyike szintén 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

A könyv szerinti érték kontrollálása mellett számított parciális korrelációs együtthatók értékei már nem jeleztek ennyire erős kapcsolatot és sok esetben nem is voltak szignifikánsak. A pozitív irányú legalább közepes erősségű kapcsolat azonban minden esetben megmaradt, amikor az együttható értéke 1% alatti szignifikanciaszintet mutatott. Ez azt jelenti, hogy a könyv szerinti érték kontrollváltozó mindig részleges magyarázatot szolgáltatott a vizsgált eredménykategória és a piaci érték közötti kapcsolat szorosságára.

Az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatát vizsgálva megállapítható, hogy három időpontban volt szignifikánsnak tekinthető a kapcsolat. 2005.12.31-én közepes (0,626), 2007.12.31-én és 2009.12.31-én pedig erős pozitív kapcsolat (0,899 és 0,797) állt fenn a változók között. A parciális korrelációs együtthatók ezekben az időpontokban 0% körüli szignifikanciaszintet mutattak. Az együttható értéke 2006.12.31-én nem volt szignifikáns, míg a 2008.12.31-re számított 0,410-es együttható érték is közel 5%-os szignifikanciaszintet jelzett.

Az adózás előtti eredmény és a piaci érték közötti kapcsolat már csak két időpontban volt szignifikáns. A parciális korrelációs együttható 2007.12.31-én az erős pozitív kapcsolatot jelző 0,853-es, míg 2009.12.31-én a közepes pozitív kapcsolatként értelmezhető 0,609-es értéket vette fel. Mindkét együttható 0%-hoz közeli szignifikanciaszintet mutatott. 2005.12.31-én a közepes erősségű kapcsolatot jelző együttható (0,495) közelítette a szignifikancia határát, mivel 1,2%-os szintet

jelzett. A 2006.12.31-re és 2008.12.31-re számított együtttható értékek nem voltak szignifikánsak.

Az adó- és kamatfizetés előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatát jelző parciális korrelációs együtttható már csak egy időpontban volt szignifikáns, 2007.12.31-én 0,789-es értéket vett fel 0%-os szignifikanciaszint mellett. A többi vizsgált időpontra kapott értékei nem voltak megbízhatóak.

A teljes vizsgált sokaságra számított parciális korrelációs együttthatók értékei egyetlen időpontban mutattak szignifikáns kapcsolatot az egyes eredménykategóriák és a piaci érték között. Ez az időpont a 2007.12.31-e volt, amikor minden eredménykategória esetében erős pozitív kapcsolatot kaptam 0%-os szignifikanciaszint mellett. Ebben az időpontban az egyes eredménykategóriák és a könyv szerinti érték erős pozitív kapcsolatának gyengülése jelentkezett, ami a parciális korrelációs együttthatók magas értékeiben is tükröződött.

Az előzőekkel ellentétben a 2006.12.31-re számított együttthatók egyik eredménykategória esetében sem voltak szignifikánsak és mindig negatív értéket vettek fel. A vizsgált vállalatok többsége esetében a piaci érték különböző mértékű emelkedése volt tapasztalható mindkét év során. Az átfogó eredményt tekintve 2006-ban a cégek harmada veszteséges volt, míg a 2007-es évet csak három vállalat zárta negatív eredménnyel. Ez a tény hozzájárulhatott a korrelációs értékek ilyen alakulásához és a 2006.12.31-re számított együttthatók esetében a szignifikancia elvesztéséhez. Hasonló volt a helyzet 2008-ban is, amikor szintén jelentős volt a veszteséges vállalatok aránya, ami a korrelációs együttthatók értékét és szignifikanciáját kedvezőtlenül befolyásolta.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy a teljes vizsgált sokaság vonatkozásában az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszakban, amely kapcsolat gyengült és az esetek többségében a szignifikanciáját is elvesztette, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba a könyv szerinti értéket.

4. táblázat: Az eredmény és a piaci érték korrelációs együtthatói a teljes sokaságra

Eredménykategória	Korrelációs együttható	2005. 12.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008. 12.31.	2009. 12.31.
Adó- és kamatfizetés előtti eredmény	Pearson-féle	0,983	0,974	0,984	0,934	0,960
	Parciális (K.sz.é.)	0,126	-0,377	0,789	0,007	0,373
Adózás előtti eredmény	Pearson-féle	0,988	0,973	0,983	0,950	0,968
	Parciális (K.sz.é.)	0,495	-0,233	0,853	0,272	0,609
Átfogó eredmény	Pearson-féle	0,985	0,965	0,982	0,974	0,952
	Parciális (K.sz.é.)	0,626	-0,110	0,899	0,410	0,797

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredmények

Az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték korrelációs együtthatóinak a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára számított értékeit az 5. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt együtthatók szignifikanciaszintje túllépte az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A sötétszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje meghaladta az 5%-ot, így ezek a korrelációs együtthatók nem tekinthetők szignifikánsnak. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportját tekintve megállapítható, hogy mindhárom eredménykategória és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn végig a vizsgált öt év során. Ezt a Pearson-féle lineáris korrelációs együttható 1-hez közeli pozitív értékei jelzik, amelyek nem is mutattak jelentős eltérést a számításba bevont eredménykategóriától függően.

Az erre a csoportra számított együttható értékek a vizsgált időszak során a teljes vizsgált sokaságra számított lineáris korrelációs együtthatók alakulásával megegyezően változtak és értékeik sem tértek el azoktól jelentős mértékben. A 2008.12.31-re és a 2009.12.31-re kapott eredmények kis mértékben elmaradtak a teljes vizsgált sokaságra számított együtthatóktól, de ez az eltérés sem volt jelentős. Összességében megállapítható, hogy a vizsgált időszak során a kapcsolat erőssége mindhárom eredménykategória és a piaci érték között csökkent, de a nagyon erős pozitív kapcsolat így is fennmaradt.

Az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együttható 2005.12.31-én 0,984-es értéket vett fel, s kis mértékben

csökkent a vizsgált időszak végére. 2006.12.31-én 0,964, 2007.12.31-én 0,980, 2008.12.31-én 0,967 és 2009.12.31-én 0,937 volt az értéke. Ezen korrelációs együtttható értékek mindegyike 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

Az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együtttható 2005.12.31-én 0,987-es értéket vett fel, és kevésbé változott a következő évek során. 2006.12.31-én 0,973, 2007.12.31-én 0,981, 2008.12.31-én 0,934 és 2009.12.31-én 0,958 volt az értéke. Ezen korrelációs együtttható értékek mindegyike szintén 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

Az adó- és kamatfizetés előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára számított Pearson-féle korrelációs együtttható 2005.12.31-én 0,982-es értéket vett fel, és az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatának vizsgálatához hasonlóan nem mutatott jelentős eltérést ettől a következő évek során. 2006.12.31-én 0,974, 2007.12.31-én 0,981, 2008.12.31-én 0,917 és 2009.12.31-én 0,951 volt az értéke. Ezen korrelációs együtttható értékek mindegyike szintén 0%-os szignifikanciaszintet mutatott.

A könyv szerinti érték kontrollálása mellett számított parciális korrelációs együttthatók értékei már nem jeleztek ennyire erős kapcsolatot és csak egy esetben tekinthető a kapott eredmény szignifikánsak. Ez a 2017.12.31-re számított parciális korrelációs együtttható értéke volt, amelynek 0,891-es értéke az átfogó eredmény és a piaci érték között erős pozitív kapcsolatot mutatott 0,7%-os szignifikanciaszint mellett. Két együtttható jelzett erős pozitív kapcsolatot úgy, hogy a szignifikanciaszint 5% alatt volt, tehát ezek az együtttható értékek 95%-os megbízhatóság mellett lettek volna elfogadhatóak. Ilyen volt az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára 2007.12.31-én 0,832-es értéket mutató parciális korrelációs együtttható valamint az átfogó eredmény és a piaci érték együttthatójának 2009.12.31-re számított 0,783-es értéke. A többi parciális korrelációs együtttható nem jelzett szignifikáns kapcsolatot az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték között.

A parciális korrelációs együttthatók vizsgálatánál nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a csoport elemszáma nagyon alacsony volt, ami a teljes vizsgált sokaságnál bemutatott tényezőkön túl hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszakban, amely kapcsolat gyengült és az esetek többségében a szignifikanciáját is elvesztette, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba a könyv szerinti értéket.

5. táblázat: Az eredmény és a piaci érték korrelációs együtthatói a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára

Eredménykategória	Korrelációs együttható	2005. 12.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008. 12.31.	2009. 12.31.
Adó- és kamatfizetés előtti eredmény	Pearson-féle	0,982	0,974	0,981	0,917	0,951
	Parciális (K.sz.é.)	0,078	-0,407	0,750	0,018	0,375
Adózás előtti eredmény	Pearson-féle	0,987	0,973	0,981	0,934	0,958
	Parciális (K.sz.é.)	0,511	-0,202	0,832	0,266	0,592
Átfogó eredmény	Pearson-féle	0,984	0,964	0,980	0,967	0,937
	Parciális (K.sz.é.)	0,639	-0,064	0,891	0,417	0,783

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredmények

Az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték korrelációs együtthatóinak az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára számított értékeit a 6. táblázatban foglaltam össze. A világosszürke háttérrel jelölt érték szignifikanciaszintje túllépte az 1%-ot, de 5%-os szignifikanciaszint alatt maradt. A sötétszürke háttérrel jelölt értékek szignifikanciaszintje meghaladta az 5%-ot, így ezek a korrelációs együttható értékek nem tekinthetők szignifikánsnak. A többi korrelációs együttható érték 1%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet mutatott.

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportját tekintve megállapítható, hogy a teljes vizsgált sokaságra és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredményekkel ellentétben itt nem állt fenn végig a vizsgált öt év során szignifikáns erős pozitív kapcsolat mindhárom eredménykategória és a piaci érték között. Ezt a Pearson-féle lineáris korrelációs együttható értékei jelzik, amelyek nem minden vizsgált időpontban és eredménykategória mellett mutattak szignifikáns kapcsolatot, illetve azokban az esetekben is kevésbé szoros kapcsolatot jeleztek, amikor szignifikánsnak bizonyultak.

Az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együttható csak 2006.12.31-re és 2009.12.31-re volt 1%-os szint mellett szignifikáns, amikor a 0,606-es és a 0,665-es értékei közepes pozitív kapcsolatot jeleztek. A többi időpontban az együttható értékei 5%-nál is magasabb szignifikanciaszintet mutattak, így nem voltak, de még 95%-os megbízhatóság mellett sem lettek volna szignifikánsak.

Az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára meghatározott lineáris korrelációs együttható az előző vizsgált esethez hasonlóan szintén csak 2006.12.31-re és 2009.12.31-re volt 1%-os szint mellett szignifikáns, amikor a 0,630-es és a 0,750-es értékei szorosabb, először közepes, majd erős pozitív kapcsolatot jeleztek. A többi időpontban az együttható értékei 5%-nál is magasabb szignifikanciaszintet mutattak, így nem voltak, de még 95%-os megbízhatóság mellett sem lettek volna szignifikánsak.

Az adó- és kamatfizetés előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatára számított Pearson-féle korrelációs együttható a 2007.12.31-re meghatározott érték kivételével szignifikáns volt és közepes illetve erős pozitív kapcsolatot mutatott. 2005.12.31-én 0,696, 2006.12.31-én 0,730, 2008.12.31-én 0,729 és 2009.12.31-én 0,737 volt az értéke és mindenvégig 0,2%-nál alacsonyabb szignifikanciaszintet jelzett.

A könyv szerinti érték kontrollálása mellett számított parciális korrelációs együtthatók értéke egy esetben meghaladta, négy esetben pedig alulmúlta a lineáris korrelációs együttható azonos időpontra meghatározott értékét. Egy alkalommal a parciális korrelációs együttható szignifikánsnak bizonyult miközben az azonos eredménykategória és a piaci érték kapcsolatára számított Pearson-féle korrelációs együttható adott időpontra számított értéke nem volt szignifikáns.

Az átfogó eredmény és a piaci érték kapcsolatát jelző parciális korrelációs együttható két időpontban mutatott 1% alatti szignifikanciaszintet. Először 2007.12.31-én, amikor -0,632-es értéket, majd 2009.12.31-én, amikor 0,659-es értéket vett fel. Az előbbi időpontban a lineáris korrelációs együttható nem volt szignifikáns, így ez a közepes negatív kapcsolatot jelző érték nem vethető össze vele, de a negatív kapcsolat nem tekinthető valósnak. Az utóbbi időpontban a parciális korrelációs együttható értéke kis mértékben elmaradt a Pearson-féle korrelációs együttható értékétől, ami a könyv szerinti érték részleges magyarázó erejére utal.

Az adózás előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatát jelző parciális korrelációs együttható egy időpontban, 2009.12.31-én mutatott elfogadható értéket, amikor 0,693-es értéket vett fel 0,4%-os szignifikanciaszint mellett. Ez kis mértékben elmaradt az erre az időpontra számított Pearson-féle korrelációs együttható értékétől, ami a könyv szerinti érték részleges magyarázó erejére utal. 2007.12.31-re az átfogó eredmény és a piaci érték közötti kapcsolat vonatkozásában számított együtthatóhoz hasonlóan itt is közepes negatív kapcsolatot jelzett az együttható értéke, mivel -0,552-es értéket vett fel, de ebben az esetben a szignifikanciaszint meghaladta az 1%-ot, 2,1%-os volt. A többi időpontban a parciális korrelációs együttható értéke nem volt szignifikáns.

Az adó- és kamatfizetés előtti eredmény és a piaci érték kapcsolatát jelző parciális korrelációs együttható három időpontban mutatott 1% alatti szignifikanciaszintet. Először 2005.12.31-én, amikor 0,836-es értéket, ezt követően 2006.12.31-én, amikor 0,683-es értéket, majd 2009.12.31-én, amikor 0,684-es értéket vett fel. Az első időpontban a parciális korrelációs együttható értéke meghaladta az adott időpontra számított lineáris korrelációs együttható értékét, és erős pozitív kapcsolatot és 0%-os szignifikanciaszintet mutatott, ami a könyv szerinti érték általi részben elnyomott összefüggést jelzi. Ebben az időpontban a könyv szerinti érték nem mutatott szignifikáns kapcsolatot egyik eredménykategória értékével sem, ami magyarázatot ad a parciális korrelációs együttható ilyen irányú eltérésére. A másik két időpontban a parciális korrelációs együttható értéke 0,4%-os és 0,5%-os szignifikanciaszintet mutatott és kis mértékben elmaradt a Pearson-féle korrelációs együttható értékétől, ami a könyv szerinti érték részleges magyarázó erejére utal. A többi időpontban a parciális korrelációs együttható értéke nem volt szignifikáns.

A parciális korrelációs együtthatók vizsgálatánál nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a csoport elemszáma nagyon alacsony volt, ami a teljes vizsgált sokaságnál bemutatott tényezőkön túl hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A fentiek alapján összességében megállapítható, hogy az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában a teljes vizsgált sokaságra és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára kapott eredményekkel ellentétben nem állt fenn végig a vizsgált öt év során szignifikáns erős pozitív kapcsolat az egyes eredménykategóriák értéke és a piaci érték között. Ez a kapcsolat az esetek

többségében gyengült és elvesztette a szignifikanciáját, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba a könyv szerinti értéket.

6. táblázat: Az eredmény és a piaci érték korrelációs együtthatói az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára

Eredménykategória	Korrelációs együttható	2005. 12.31.	2006.1 2.31.	2007.1 2.31.	2008. 12.31.	2009. 12.31.
Adó- és kamatfizetés előtti eredmény	Pearson-féle	0,696	0,730	0,353	0,729	0,737
	Parciális (K.sz.é.)	0,836	0,683	0,218	0,491	0,684
Adózás előtti eredmény	Pearson-féle	0,456	0,630	0,295	0,248	0,750
	Parciális (K.sz.é.)	0,451	-0,012	-0,552	0,329	0,693
Átfogó eredmény	Pearson-féle	0,392	0,606	0,258	0,150	0,665
	Parciális (K.sz.é.)	0,386	-0,121	-0,632	0,341	0,659

A fentiekben részletezett eredmények alapján kijelenthető, hogy a teljes vizsgált sokaságra, valamint a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára vonatkozóan az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszak során. Ez a kapcsolat gyengült és különösen a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában az esetek többségében a szignifikanciáját is elvesztette, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba a könyv szerinti értéket.

Az alacsony tőkeértékű vállalatok csoportjára végzett számítások eredményei már a Pearson-féle korrelációs együttható vonatkozásában sem mutattak minden esetben elfogadható szignifikanciaszintet, s az ilyen esetek száma a kontrollváltozó bevonásával tovább növekedett, így ennél a csoportnál nem beszélhetünk az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között a vizsgált időszak során mindvégig fennálló szignifikáns kapcsolatról.

Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a vizsgált sokaság elemszáma meglehetősen alacsony volt, ami hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A kapott eredmények alapján összességében nem mondható el, hogy a vállalat eredménye és piaci értéke között pozitív kapcsolat van, tehát a 2. hipotézist el kell vetni.

4.4.1.3. A 3. hipotézis ellenőrzése

A harmadik hipotézis ellenőrzése során azt elemeztem, hogy a könyv szerinti érték vagy az eredmény állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel a vizsgált időszakban. Erre a célra a lineáris regressziószámítás módszere jól használható, amelynél a regressziós együtthatók becslése során a szignifikáns t-próba mellett kapott standardizált koefficiensek, azaz a β -súlyok jelzik, hogy a vizsgálatba bevont független változók közül melyiknek nagyobb a relatív súlya, azaz melyik magyaráz többet a függő változó alakulásából. A β -súlyok megbízhatósága azonban a multikollinearitás növekedésével csökken, ezért a regressziószámítás alkalmazhatóságának feltétele, hogy a vizsgálatba bevont magyarázó változók között ne álljon fenn erős korreláció.

Az általam vizsgált magyarázó változók, a könyv szerinti érték és az egyes eredménykategóriák értékei között szignifikáns erős pozitív kapcsolat volt a teljes vizsgált sokaság és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportja esetében mindvégig a vizsgált időszak során. A fennálló multikollinearitás nem tette lehetővé a lineáris regressziószámítás elvégzését, így ennél a két csoportnál az első két hipotézis ellenőrzése során végzett számítások eredményeinek összevetésével tudtam következtetést levonni.

A Pearson-féle korrelációs együtthatók áttekintésével megállapítottam, hogy minden esetben a könyv szerinti érték állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel. Ezt igazolja az is, hogy az egyes eredménykategóriák esetében a könyv szerinti érték kontrollálása mellett számított parciális korrelációs együtthatók vagy nem voltak szignifikánsak, vagy értékük alacsonyabb volt a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára számított parciális korrelációs együttható összehasonlítható értékénél.

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában nem jelentkezett a multikollinearitási probléma, így a regressziószámítás elvégezhető volt, de a konstans tag t-próbája nem mutatott elfogadható szignifikanciaszintet. Ennél a csoportnál az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között sem állt fenn szignifikáns kapcsolat a vizsgált időpontok mindegyikében, ami alapján levonható a következtetés, hogy a könyv szerinti érték állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel.

Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a vizsgált sokaság elemszáma meglehetősen alacsony volt, ami hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A kapott eredmények alapján összességében elmondható, hogy a könyv szerinti érték értékrelevanciája nagyobb volt, mint az eredményé, tehát a 3. hipotézist el kell fogadni.

4.4.2. A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésére vonatkozó hipotézisek

A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésére vonatkozó hipotézisek ellenőrzése során trendszámításokat végeztem. A vizsgálatokat mindegyik vállalatra külön-külön végeztem el.

Az idősorok elemzéséhez negyedév végi adatokat használtam abban az esetben, amikor olyan változók is bekerültek a vizsgálatba, amelyekről nem állt rendelkezésre ennél gyakrabban információ. Ilyen változó volt a könyv szerinti érték és a vagyonérték. Azoknál a trendszámításoknál, amelyeknél a változók értékei havi rendszerességgel ismertek voltak, ott a trendek pontosabb megismerése érdekében hó végi adatokból építettem fel az idősorokat.

A trendszámításhoz stacionárius adatsor szükséges, ezért az idősorokban szereplő értékek változásait használtam. Az abszolút összegben megjelenő változók esetében a vizsgált értéknek az előző időpontbeli értékhez viszonyított arányának egytől való eltérését alkalmaztam, ami tizedes tört formájában mutatta az egyik időpontról a másikra bekövetkezett növekedés vagy csökkenés mértékét. A százalékos formában megjelenő változók esetében kivonással határoztam meg a vizsgált értéknek az előző időpontbeli értékhez képest bekövetkezett változását, amit szintén tizedes tört formájába alakítottam át. Az így kapott időbeli változást jelző értékek nulla körül szóródva mutatták az egyes időpontok között bekövetkezett emelkedéseket és visszaeséseket.

Az idősorok között fennálló kapcsolatok megjelenítésére a keresztkorreláció módszerét alkalmaztam. A keresztkorreláció lehetőséget nyújt két idősor közötti korreláció ábrázolására, amelynek során nemcsak az azonnali kapcsolat, azaz az

együttváltozás mértékének ábrázolására nyílik lehetőség, hanem az időbeli előrejelzések megfigyelésére is. A negyedéves adatokon alapuló idősorok vizsgálata esetében az alkalmazott eltolási időszakok száma nyolc volt, ami azt jelenti, hogy nyolc negyedévre tekintve kerestem a változók közötti előrejelzési kapcsolatot. A havi adatokon alapuló idősorok vonatkozásában a vizsgált eltolások száma tizenkettő volt, azaz egy éves előrejelzési periódust tekintettem át.

A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésére vonatkozó hipotézisek ellenőrzése során a trendszámítások mellett a vállalatok egyedi vizsgálatával is foglalkoztam. Minden vállalatra vonatkozóan külön ábrázoltam a piaci érték, a könyv szerinti érték és a mérlegfőösszeg időbeli alakulását annak feltárása érdekében, hogy mely időszakokban mutatkozott jelentős eltérés a piaci érték és a könyv szerinti érték változásában. Az ilyen kiugró változást mutató időszakokra egyenként áttekintettem a vállalatok életében bekövetkezett jelentősebb eseményeket, feltárva ezzel, hogy melyek voltak azok a tényezők, amelyek a jelentős értékváltozás magyarázatát adhatták.

4.4.2.1. A 4. hipotézis ellenőrzése

A 4. hipotézis ellenőrzése során keresztkorreláció ábrázolásával vizsgáltam a piaci értéknek és a könyv szerinti értéknek a vagyonértékkel való kapcsolatát és a kölcsönös előrejelzési képességét. Tekintettel arra, hogy a könyv szerinti értékre és a vagyonértékre vonatkozóan negyedévnél gyakrabban nem állt rendelkezésre információ, így az idősorok kialakításához a negyedév végi adatokat használtam.

A piaci érték adatokat az előző hipotézisek ellenőrzésére végzett vizsgálatokhoz hasonlóan az időszak végi záró részvényárfolyamoknak a teljes alaptőkére jutó részvénytőkével való szorzataként számítottam, így a vállalkozások teljes piaci értékét kaptam. A könyv szerinti érték adataiként az előző hipotézisekhez hasonlóan az időszak végi saját tőke értékeit, míg a vállalat vagyonának értékeként a mérlegfőösszeg időszak végi értékeit alkalmaztam. A keresztkorreláció számításához és ábrázolásához mindhárom mutatónál az előzőekben bemutatott módon meghatározott változásokat használtam.

Azokban az esetekben, amelyekben a vállalat nem készítette el negyedéves jelentését, s így nem állt rendelkezésemre saját tőke és mérlegfőösszeg információ, a hiányzó adatot az utolsó rendelkezésre álló információval, azaz az egy negyedévvél

korábbi értékkel helyettesítettem. Ez azt eredményezte, hogy az adott érték változása ezekben a negyedévekben 0%-os volt.

Az előrejelzések megfigyelését nyolc eltolással, azaz két évet tekintve vizsgáltam. A konfidencia intervallum $[-0,5; 0,5]$ volt, csak az ezt meghaladó keresztkorrelációs értékeket fogadtam el. Az elvégzett keresztkorrelációs vizsgálatok eredményábráit a 3. melléklet tartalmazza.

A könyv szerinti érték és a vagyonérték kapcsolatának vizsgálatára kapott eredmények azt mutatták, hogy a 26 vizsgált vállalat közül 18 esetben állt fenn azonnali együtváltozást jelző kapcsolat, tehát a keresztkorreláció értéke a 0., azaz eltolás nélküli időszakra mutatott elfogadható mértékű kapcsolatot.

Hat vállalat esetében nem volt a konfidencia intervallum határát meghaladó koefficiens érték egyik eltolási időszakra sem. Ezeknél a vállalatoknál a könyv szerinti értéket jelző saját tőke és a vagyonértéket mutató mérlegfőösszeg változása több alkalommal ellentétes irányú volt, illetve megfigyelhető volt a kötelezettségek értékének jelentős és változó irányú alakulása a vizsgált időszak során, ami azt eredményezte, hogy a keresztkorrelációs vizsgálat nem jelzett kapcsolatot a könyv szerinti érték és a vagyonérték között.

Egy-egy olyan vállalatot találtam, amelyeknél a keresztkorrelációs vizsgálat szerint a vagyonérték kettő illetve négy negyedévvvel előre jelezte a könyv szerinti értéket. Ezt az eredményt az okozta, hogy ezek a vállalatok nem készítettek negyedéves jelentést, így nem állt rendelkezésre negyedéves saját tőke és mérlegfőösszeg információ. Az idősorokban ennek hatására minden második adat 0%-os változást mutatott, s ez befolyásolta a keresztkorrelációt.

A bemutatott eredmények alapján megállapítható, hogy a könyv szerinti érték és a vagyonérték kapcsolatban áll egymással, de bizonyos vagyoni elemek, jellemzően a kötelezettség alakulása módosíthatja, vagy akár elfedheti ezt a kapcsolatot.

A piaci érték és a vagyonérték kapcsolatának keresztkorrelációs vizsgálata 21 vállalat esetében jelezte azt, hogy nem állt fenn a konfidencia intervallum határát meghaladó kapcsolat sem az azonnali, sem bármelyik eltolt koefficiens értéket tekintve.

Két vállalat vonatkozásában találtam együttváltozást, azaz 0. időszak keresztkorrelációt, amit a jegyzett tőke emelése okozott. A tőkeemelés hatására egyszerre megemelkedett a saját tőke, a mérlegfőösszeg és a részvényárfolyam, ami a vagyonérték és a piaci érték kapcsolatát jelző keresztkorrelációs értékben is megjelent. A vizsgált idősor megfigyelt időpontjainak alacsony száma miatt egy ilyen esemény elegendő volt ahhoz, hogy a keresztkorreláció együttváltozást jelezzon.

Két vállalat esetében tapasztaltam azt, hogy a vagyonérték egy negyedévvvel előre jelezte a piaci értéket, de az egyik esetben a kapcsolat negatív irányú volt. Annál a vállalatnál, ahol a negatív irányú előrejelzési kapcsolatot találtam, a vagyonérték csökkenését tőkeleszállítás okozta, majd az ezt követő negyedév során a többségi tulajdonos értékesítette részvényeit, ami a piaci érték emelkedését idézte elő. A másik cég egy magas eredménnyel zárult üzleti évet követően, ami a vagyonértékének növekedésében is megjelent, terjeszkedni kezdett, és az akvizíciók hatására emelkedett a piaci értéke. Mindkét bemutatott eset olyan volt, amikor a piaci érték emelkedését nem közvetlenül a vagyonérték változása okozta.

Egy olyan vállalkozás szerepelt a vizsgált sokaságban, amelynél a vagyonérték két negyedévvvel előre jelezte a piaci értéket a keresztkorrelációs vizsgálat szerint. Ennél a cégnél nem tapasztaltam jelentős változást a vagyonértéket jelző mérlegfőösszegben, ami a keresztkorreláció eredményét indokolta volna, ezért ennek az eredménynek a háttérében a vizsgált idősor alacsony elemszámának hatása állhatott.

A fentiek alapján jól látszik, hogy a piaci érték és a vagyonérték alapvetően nem állt kapcsolatban egymással, csak a vállalatok életében bekövetkezett bizonyos események hatására jelentkezett mégis kapcsolat közöttük. Az események, amelyek a vállalat jegyzett tőkéjét, vagy az eredményen keresztül a saját tőkéjét érintették, a vagyonérték alakulására is hatással voltak. A piaci érték változása vagy szintén a jegyzett tőke változásának következtében vagy a vállalatnál történt egyéb események miatt következett be, tehát a piaci érték és a vagyonérték kimutatott kapcsolatát egy harmadik tényező okozta.

A kapott eredmények alapján összességében elmondható, hogy a piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, mert a piaci érték

meghatározása nem a vagyonérték alapján történik, tehát a 4. hipotézist el kell fogadni.

4.4.2.2. Az 5. és a 6. hipotézis ellenőrzése

Az 5. és a 6. hipotézis szorosan összefügg egymással, mivel annak vizsgálatára irányul, hogy bizonyos tényezők kapcsolatban állnak-e a piaci értékkel (5. hipotézis) illetve a könyv szerinti értékkel (6. hipotézis). A hipotézisekben említett tényezők áttekintését követően együtt végeztem el a két hipotézis ellenőrzését.

Az 5. hipotézisben megfogalmazottak szerint a piaci érték alakulására hatással vannak a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások. A várakozások szemléltetése, az empirikus kutatáshoz szükséges, számokban történő megragadása nehézségekbe ütközik, mivel olyan megfoghatatlan jelenségről van szó, amely az egyes befektetők gondolataiban különböző módon jelenik meg. Az azonban mindenképpen megállapítható, hogy a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások alakulására az adott vállalattal kapcsolatban nyilvánosságra hozott információk vannak hatással. Ezek közé az információk közé sorolhatóak az éves beszámolókból, a féléves és a negyedéves jelentésekben megjelenő adatok mellett a vállalkozás jövőbeli terveivel és jelentős tranzakcióival kapcsolatos közzétételek is.

A vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásoknak a piaci érték változására gyakorolt hatását ennek megfelelően a nyilvánosságra hozott események egyedi feltérképezésével vizsgáltam. Minden vállalatra vonatkozóan grafikonon ábrázoltam a piaci érték és a könyv szerinti érték időbeli alakulását annak megfigyelése érdekében, hogy mely időszakokban mutatkozott jelentős eltérés a piaci érték és a könyv szerinti érték változásában. Az ilyen kiugró változást mutató időszakokra egyenként áttekintettem a vállalatok életében bekövetkezett és nyilvánosságra hozott jelentősebb eseményeket, feltárva ezzel, hogy melyek voltak azok a tényezők, amelyek a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások formálásával a jelentős értékváltozás magyarázatát adhatták.

Az 5. hipotézisben megfogalmazott további befolyásoló tényezők között az ország makrogazdasági sajátosságai, a régió gazdasági helyzete, a világgazdasági trendek, az iparági sajátosságok és egyéb pszichológiai hatások találhatók. Az ország, a régió, a világgazdaság és az iparág sajátosságainak a piaci érték alakulására gyakorolt befolyásoló hatását keresztkorrelációs vizsgálatokkal teszteltem. Ezen vizsgálatok elvégzése érdekében a meghatározott befolyásoló tényezőkhez olyan mutatókat rendeltem, amelyek jól szemléltetik az adott megfigyelni kívánt tényező alakulását.

A keresztkorrelációs vizsgálatokkal először azt teszteltem, hogy az egyes tényezőket szemléltető indikátorok változásai kapcsolatban álltak-e a piaci érték alakulásával, illetve fennállt-e közöttük valamilyen irányú előrejelzés. Ezt követően elvégeztem ugyanezt a vizsgált mutatók és a könyv szerinti érték változásának vonatkozásában is. Az idősorok kialakításához a vizsgált indikátorok hó végi adatai között bekövetkezett, a korábbiakban bemutatott módon számított változásokat használtam.

Az egyedi vizsgálatok eredményei

Az egyedi vizsgálatok során a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásoknak a piaci érték alakulására gyakorolt hatásának feltárása érdekében azokat az időszakokat tekintetem át, amikor jelentős eltérés volt tapasztalható a piaci érték és a könyv szerinti érték változásában. Az ilyen kiugró változást mutató időszakokat a piaci érték és a könyv szerinti érték negyedéves változásainak vállalatonként külön grafikonon való ábrázolása segítségével határoztam meg, mely grafikonokat a 4. melléklet tartalmazza. Ezt követően egyenként áttekintettem a vállalatok életében a kiválasztott időszakokban bekövetkezett és nyilvánosságra hozott eseményeket, feltárva ezzel, hogy melyek voltak azok a tényezők, amelyek a várakozások formálásával a jelentős értékváltozásra befolyással lehettek.

Összesen 77 kiugró változást mutató időszakot vizsgáltam meg, amelyek között voltak olyan időszakok, amikor több jelentős esemény is bekövetkezett a vizsgált vállalat életében, de találkoztam olyan kiugró értékváltozást mutató időszakokkal is, amikor semmi közzététel nem történt. Emellett nem szabad figyelmen kívül hagyni azt sem, hogy egyéb befolyásoló tényezők is hatással voltak a piaci

érték alakulására, ami a piaci érték és a könyv szerinti érték változásában jelentkező eltéréseket is érintette.

A legtöbb alkalommal, 13 vállalatnál fordult elő olyan eset, hogy a piaci érték emelkedését terjeszkedés, akvizíció vagy leányvállalatban bekövetkezett tőkeemelés előzte meg. Öt vállalat esetében azonban hasonló eseményt követően a piaci érték csökkenése volt megfigyelhető, ami valamilyen más befolyásoló tényező hatására következhetett be. Leányvállalat eladása, végelszámolása, illetve valamilyen üzletág kiszervezése, azaz a vállalat „szűkülése” három vállalkozás esetében a piaci érték emelkedésével, míg egy cégnél a piaci érték csökkenésével párosult. Ez a hatás attól függően jelentkezhett, hogy a leányvállalat illetve az üzletág befektetők általi megítélése mennyire volt kedvező, vagy kedvezőtlen.

A második leggyakrabban tapasztalt tranzakció, amely a részvényárfolyam alakulását megelőzően megfigyelhető volt, az osztalékfizetés volt. Nyolc vállalat esetében az osztalékfizetés bejelentését követően a piaci érték emelkedése következett be a könyv szerinti érték változatlansága mellett, míg abban az egy esetben, amikor az osztalékfizetés részben az eredménytartalék terhére történt, a könyv szerinti érték csökkenése volt megfigyelhető. Két vállalat piaci értéke mérséklődött miután a közgyűlés osztalékfizetésről szóló határozatát nyilvánosságra hozták. Ez azzal magyarázható a többi befolyásoló tényező hatását figyelmen kívül hagyva, hogy az osztalék mértéke elmaradhatott a többi vállalat által bejelentett kifizetésre kerülő osztalék mértékétől, ami a rövid távú nyereségszerzés érdekében ezen részvények eladását, lecserélését motiválhatta. Szintén a piaci érték esését előzte meg annak a hírnek a bejelentése, hogy a vállalat a tárgyévi eredményéből nem fizet osztalékot.

A leányvállalattól kapott osztalék bejelentése egy esetben a piaci érték emelkedésével, egy esetben pedig annak csökkenésével párosult, ami azzal magyarázható a többi befolyásoló tényező hatását figyelmen kívül hagyva, hogy az osztalék mértéke elmaradhatott a befektetők által elvárt osztalék mértékétől.

A harmadik leggyakrabban előforduló esemény a jegyzett tőke változása volt. Hat vállalat esetében a megtörtént tőkeemelést követően a könyv szerinti érték növekedésénél nagyobb mértékben emelkedett a piaci érték, míg egy vállalat esetében már a várható tőkeemelés bejelentése is ilyen hatással bírt. Egy vállalatnál a végrehajtott tőkeemelés a piaci érték esésével párosult, aminek hátterében más befolyásoló tényezők, például a leányvállalat eladósodásának híre állhatott. Egy

vállalkozás esetében történt úgy tőkeleszállítás, hogy az csak a könyv szerinti érték csökkenését idézte elő, a piaci érték változását nem.

A piaci érték jelentős változását megelőző, gyakran előforduló események voltak a különböző részvénytranzakciók is. A piaci érték emelkedése hat vállalat esetében a bennfentes személyek részvényvásárlását, két vállalatnál azok részvényeladását követően jelentkezett. Hasonló piaci érték változás volt megfigyelhető négy vállalat esetében valamely 5% feletti tulajdonos részvényvásárlási, egy vállalatnál pedig részvényeladási tranzakcióját követően. A saját részvény vásárlása négy vállalatnál, míg eladása két vállalatnál volt tapasztalható a piaci érték emelkedését megelőzően. Az eladással járó fenti tranzakciók esetében feltételezhető, hogy a piaci érték emelkedésének megindulása is motiválhatta az adott részvényértékesítést.

A piaci érték csökkenését három vállalat esetében kísérte bennfentes személy részvényeladása, míg egy cégnél annak részvényvásárlása. Ez utóbbi esetben megfigyelhető volt ugyanakkor várható létszámleépítés bejelentése is, ami szintén hatással lehetett a piaci érték változására. Két vállalkozásnál tapasztaltam valamely 5% feletti tulajdonos részvényértékesítését követően jelentkező piaci érték csökkenést, míg három társaságnál annak részvényvásárlása előzte meg a piaci érték esését. A vásárlással járó fenti tranzakciók esetében feltételezhető, hogy a piaci érték csökkenésének megindulása is motiválhatta az adott részvénytörzserést.

Egy vállalat esetében megfigyelhető volt, hogy a piaci érték csökkenésével párhuzamosan rendkívüli tájékoztatást tett közzé a saját részvény vásárlásaival kapcsolatban megjelent újságcikk híreinek cáfolására, amiben kijelentette, hogy a saját részvény vásárlásait az árfolyamesés megállítása, nem a részvény tőzsdéről való kivételének szándéka motiválta.

Több vállalatnál találkoztam olyan hírek közzétételével, ami új megrendelés elnyerésére, szerződéskötésre vagy a vállalat meglévő partneri szerződésének kedvező irányú módosítására vonatkozott. Hat társaságnál ezeket a bejelentéseket a piaci érték emelkedése követte, míg egy cég esetében annak csökkenése jelentkezett. Ez utóbbi eset 2008-ban történt, amikor a cégek piaci értékének általános visszaesése volt tapasztalható.

Három vállalkozásnál találtam a piaci érték emelkedését megelőzően jelentős beruházásról, ingatlanfejlesztésről szóló híreket. Egy vállalat kapott

beruházásösztönző állami támogatást a vizsgált időszak folyamán, aminek következtében szintén a piaci érték emelkedése volt tapasztalható.

Annak bejelentése, hogy a vállalat várhatóan magas eredménnyel zárja az üzleti évet, egy társaság esetében előzte meg a piaci érték emelkedését, míg egy cégnél annak a közzététele, hogy a vállalkozás a vártnál alacsonyabb ütemű növekedést fog teljesíteni, a piaci érték esésével párosult.

Egy-egy vállalat esetében fordult elő a piaci érték csökkenése úgy, hogy előtte a zárt dolgozói részvények feloldására, vagy elsőbbségi részvények törzsrészvénné történő átalakítására vagy visszaváltható likvidációs elsőbbségi részvények előállítására került sor.

Egy-egy vállalkozás kapott a Gazdasági Versenyhivaltól illetve az Európai Bizottságtól büntetést, amit a piaci érték visszaesése követett. Egy vállalatnál kedvezőtlen ítélettel záruló per előzte meg a piaci érték csökkenését, míg egy másik társaságnál nagy összegű, lejárt, peresített követelés értékesítését a piaci érték emelkedése követte.

Hat társaság esetében talákoztam piaci érték csökkenéssel és három vállalatnál piaci érték emelkedéssel úgy, hogy semmilyen közzététel nem jelent meg az adott időszakban. Ezekben az esetekben egyértelműen, de a többi vizsgált időszakban is valószínűsíthetően egyéb befolyásoló tényezők (is) okozták a részvényárfolyam változását.

Az előzőekben bemutatott esetek alapján összességében megállapítható, hogy számos esemény, nyilvánosságra hozott információ, amely a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásokra hatással volt, ezen keresztül a vállalat piaci értékének alakulására is befolyásoló erővel bírt. A vizsgált esetekben a piaci érték változása jelentősen eltért a könyv szerinti érték változásától, ami arra utal, hogy a nyilvánosságra hozott információk és események a várakozásokba beépülve az események jellegétől függően vagy csak a piaci érték alakulását befolyásolták és a könyv szerinti értékre nem voltak hatással, vagy jelentősebb változást idéztek elő a piaci értékben, mint ami azonnali hatásként a könyv szerinti értékben megjelent.

A keresztkorrelációs vizsgálatok eredményei

A keresztkorrelációs vizsgálatok során az 5. hipotézisben a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások mellett felsorolt további befolyásoló tényezőknek a piaci érték és a könyv szerinti érték alakulására gyakorolt hatását elemeztem. Ezen vizsgálatok elvégzése érdekében az ország, a régió, a világgazdaság és az iparág sajátosságaihoz olyan mutatókat rendeltem, amelyek jól szemléltetik a megfigyelni kívánt tényező alakulását.

Az idősorok kialakításához a felhasznált mutatók esetében is a hó végi adatok korábbiakban bemutatott módon meghatározott változásának értékeit használtam.

A meghatározott befolyásoló tényezők szemléltetésére az alábbi mutatókat vontam be a vizsgálatba.

Az ország makrogazdasági sajátosságait jellemző mutatókként az előző év azonos hónapjához viszonyított változást jelző fogyasztói árindexet illetve a munkanélküliségi rátát, valamint a 3 havi állampapírpiaci referenciahozamot használtam. Ezeket az adatokat a Magyar Nemzeti Bank honlapjáról⁵⁶ töltöttem le.

A régió gazdasági helyzetét jellemző indikátorként két tőzsdeindexet választottam. Az egyik a CETOP20 jelölésű index, azaz a Közép-Európai Blue Chip Index volt, amely a húsz legnagyobb tőkeértékű és tőzsdei forgalmú közép-európai vállalat teljesítményét tükrözi, s referenciaként szolgál a térség iránt érdeklődő befektetők számára. Az indexben a Budapesti, a Varsói, a Prágai, a Pozsonyi, a Ljubljanoi és a Zágrábi Értéktőzsde részvényei kapnak helyet azzal a megkötéssel, hogy egy tőzsdéről mindenkor legfeljebb hét papír szerepelhet az indexben. Az index hó végi értékeit a Budapesti Értéktőzsde honlapjáról⁵⁷ gyűjtöttem össze. A másik kiválasztott tőzsdeindex a Dow Jones indexcsalád W5DOW jelű regionális indexe, azaz a Dow Jones Emerging Markets Index volt, amely a feltörekvő piacok, köztük Magyarország, Csehország és Lengyelország részvényeit tömörítő index. Az index adatait a Yahoo! Finance honlapról⁵⁸ töltöttem le.

⁵⁶ <http://www.mnb.hu/>

⁵⁷ <http://www.bet.hu/>

⁵⁸ <http://finance.yahoo.com/>

A világgazdasági változások szemléltetésére a Brent-típusú olaj és az arany világpiaci árának, illetve két tőzsdeindexnek az alakulását használtam. A Brent-olaj hordónkénti árait a BP Group⁵⁹, míg az arany árának értékeit a World Gold Council honlapjáról⁶⁰ töltöttem le. Az egyik, vizsgálatba bevont tőzsdeindex a Dow Jones indexcsalád W1DOW jelű indexe, azaz a Dow Jones Global Index volt, amely a globális részvénytőzsdák teljesítményét méri, s a világ részvénytőzsdáinak kapitalizációját 95%-ban lefedi. A másik vizsgált tőzsdeindex a DAX jelölésű Deutscher Aktien Index volt, amely a Frankfurti Értéktőzsde harminc legnagyobb tőkeértékű és tőzsdei forgalmú részvényének árfolyamát tömöríti. Az indexek értékeit a Yahoo! Finance honlapról⁶¹ töltöttem le.

Az iparági sajátosságok helyett az ágazati jellemzők vizsgálatára nyílt lehetőségem, amelyek megragadására a Dow Jones indexcsalád ágazati indexeit választottam. Ezek az indexek az alábbiak voltak:

- W5BSC, azaz a Dow Jones Emerging Markets Basic Materials Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a műanyagipari és vegyipari vállalkozások sorolhatóak.
- W5UTI, azaz a Dow Jones Emerging Markets Utilities Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a villamosenergia-szolgáltató vállalkozások sorolhatóak.
- W5FIN, azaz a Dow Jones Emerging Markets Financials Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a vagyon- és portfóliókezeléssel valamint ingatlanhasznosítással foglalkozó vállalkozások sorolhatóak.
- W5CYC, azaz a Dow Jones Emerging Markets Consumer Services Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a szállodaipari és a kereskedelmi vállalkozások sorolhatóak.
- W5NCY, azaz a Dow Jones Emerging Markets Consumer Goods Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a textilipari és italgyártással foglalkozó vállalkozások sorolhatóak.

⁵⁹ http://production.investis.com/bp2/download/brent_oil/

⁶⁰ <http://www.gold.org/>

⁶¹ <http://finance.yahoo.com/>

- W5ENE, azaz a Dow Jones Emerging Markets Oil & Gas Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a kőolaj- és földgázipari vállalkozás sorolható.
- W5HCR, azaz a Dow Jones Emerging Markets Health Care Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a gyógyszeripari vállalkozások sorolhatóak.
- W5IDU, azaz a Dow Jones Emerging Markets Industrials Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a járműipari, a gépipari és a biztonsági nyomdaipari vállalkozások sorolhatóak.
- W5TEC, azaz a Dow Jones Emerging Markets Technology Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül az informatikai vállalkozások sorolhatóak.
- W5TLS, azaz a Dow Jones Emerging Markets Telecommunications Index, amely által lefedett ágazatba a vizsgált vállalatok közül a távközlési vállalkozás sorolható.

Az indexek hó végi értékeit a Yahoo! Finance honlapról⁶² töltöttem le.

Az 5. hipotézis ellenőrzéséhez kapcsolódóan a piaci érték és az indikátorok hó végi értékeinek változásaiból felállított idősorokat alkalmaztam. Ennél a vizsgálatnál a piaci érték változását a részvényárfolyamok hó végi záró értékeiből határoztam meg.

Az előrejelzések megfigyelését tizenkét eltolással, azaz egy évet tekintve vizsgáltam, mivel ennél hosszabb távú előrejelzési eredmény nem lett volna valósnak tekinthető. A konfidencia intervallum az idősor magasabb elemszáma miatt [-0,25; 0,25] volt, csak az ezt meghaladó együttható értékeket fogadtam el. Az elvégzett vizsgálatok során 1081 darab páronkénti keresztkorrelációt jelző ábrát kaptam, amelyből 532 darab volt tartalmát tekintve releváns. Ez a mennyiség azonban olyan nagy, hogy bemutatását a disszertáció terjedelme nem teszi lehetővé, ezért eredményeit egy táblázatban összesítettem, melyet az 5. melléklet tartalmaz.

A keresztkorrelációs vizsgálatok eredményeit áttekintve megállapítható, hogy mindössze egy vállalat volt, amelyiknek piaci értékének alakulására mindegyik

⁶² <http://finance.yahoo.com/>

vizsgált mutató időbeli változása hatást gyakorolt, vagy együttmozgott a piaci érték az indikátor változásával, vagy a mutató előre jelezte a piaci érték alakulását. Három vállalat piaci értéke egy kivétellel, további öt vállalaté két kivétellel az összes vizsgált indikátorral kapcsolatot mutatott. Az említett összesen kilenc vállalat között megtalálható volt öt vállalat a hat legmagasabb tőkeértékű vállalkozás közül.

Két olyan vállalatot találtam, amelyek piaci értéke egyik vizsgált indikátorral sem mutatott sem együttlváltozást, sem időbeli eltolással jelentkező kapcsolatot. Emellett egy-egy olyan vállalkozás szerepelt a vizsgálatban, amelyek piaci értékének alakulása egy illetve két változó idősorával állt csak kapcsolatban a megfigyelt indikátorok közül. Ezt az utóbbi összesen négy vállalkozást alacsony, 20% alatti közközhányad jellemezte végig a vizsgált időszak során, és az éves kereskedett részvényeik mennyiségének a teljes alaptőkére jutó részvénytőkehozamhoz viszonyított aránya szintén nem haladta meg ezt a mértéket. A fennmaradó 13 vállalat az előzőekben ismertetett szélsőségek között helyezkedett el a vizsgált mutatókkal való együttlváltozás és az azok általi előrejelzés tekintetében.

A keresztkorrelációs vizsgálatokban használt indikátorok közül a Dow Jones indexcsalád kiválasztott tagjainál együttlváltozás volt megfigyelhető, amit a keresztkorrelációs ábrákon kívül a 6. mellékletben található grafikon is jól szemléltet. Ennek hatására a vállalatok piaci értékei, amelyek alakulása valamelyik index változásával kapcsolatot mutatott, a többi index idősorával is hasonló keresztkorrelációt jelzett.

Az ország makrogazdasági sajátosságait jellemző indikátorok közül a fogyasztói árindexszel a vizsgált vállalatok közül 13 piaci értéke nem mutatott sem együttlváltozást, illetve változásukat sem jelezte előre a fogyasztói árindex alakulása. Mindössze két vállalat esetében tapasztaltam együttmozgást, és szintén két-két vállalat esetében jelezte előre a fogyasztói árindex alakulása a piaci érték változását kettő illetve három hónappal. Öt vállalkozás esetében a fogyasztói árindex változásának hatása négy, egy-egy vállalkozás esetében pedig hat illetve tíz hónappal később jelent meg a piaci érték mozgásában.

A piaci érték és a munkanélküliségi ráta között végzett keresztkorrelációs vizsgálat 18 vállalat esetében mutatta azt, hogy nincs kapcsolat a két vizsgált változó között. Egy vállalatnál tapasztaltam együttlváltozást a piaci érték és a munkanélküliségi ráta között, továbbá egy vállalat esetében három, két vállalat esetében négy és négy vállalat esetében hat hónapra jelezte előre a piaci érték

alakulását a munkanélküliségi ráta változása. Ennek a nyolc vállalkozásnak a piaci értéke, amelyre hatással volt a munkanélküliségi ráta alakulása, a többi vizsgált mutató idősorának többségével is keresztkorrelációt mutatott.

Hasonló eredményeket jelzett a piaci érték és az állampapírpiazi referenciahozam idősorainak vizsgálata is, mivel 16 vállalat esetében nem tapasztaltam keresztkorrelációt a két változó között. A fennmaradó tíz vállalat közül nyolc negatív irányú együttváltozást, egy vállalkozás két hónapos negatív előrejelzési kapcsolatot és egy további vállalat tíz hónapos pozitív keresztkorrelációt mutatott. Ez utóbbi kapcsolat a pozitív koefficiens érték miatt nem tekinthető valósnak.

A régió sajátosságainak szemléltetésére két tőzsdeindexet vontam be a vizsgálatba. Mind a CETOP20 jelű index-szel, mind a Dow Jones Emerging Markets Index-ével nyolc vállalat piaci értéke nem mutatott semmilyen kapcsolatot. Ez a nyolc vállalat egy cég kivételével azonos volt azzal a csoporttal, amelyek piaci értéke a Dow Jones Global Indexével sem jelezett keresztkorrelációt. A CETOP20 index alakulásával 14 vállalat esetében változott együtt a piaci érték, míg egy vállalatnál egy, két vállalatnál öt, és további egy vállalatnál hat hónappal előre jelezte az index alakulása a piaci érték változását. Az együttváltozás mellett hét vállalat esetében jelentkezett további előrejelzés. A piaci érték a Dow Jones Emerging Markets Index-szel 17 vállalatnál mutatott együttváltozást, míg egy vállalat esetében az index változása három hónappal előre jelezte a piaci érték alakulását. Kilenc vállalat esetében az együttváltozás mellett maximum öt hónapos előrejelzés is tapasztalható volt. A két index vizsgálata során kapott eredmények összhangban álltak egymással, így az együttváltozással és az előrejelzéssel érintett vállalatok körében illetve az egyes előrejelzési időszakok hosszában is egyezőségeket tapasztaltam.

A világgazdasági sajátosságokat szemléltető mutatók közül a Brent-olaj árának alakulása 11 vállalat esetében nem volt hatással a piaci érték változására, míg további 11 vállalat esetében együttváltozás mutatkozott. Két vállalkozás esetében tapasztaltam azt, hogy a Brent-olaj árának változása egy hónappal, egy-egy vállalatnál pedig két illetve három hónappal előre jelezte a piaci érték alakulását.

Az arany világpiaci árának alakulása volt a legkisebb hatással a piaci érték változására, mivel ez az indikátor 21 vállalat esetében nem mutatott kapcsolatot a piaci értékkel, csak a fennmaradó 5 vállalkozásnál jelentkezett a két idősor között együttváltozás.

A világgazdasági trendek közvetítésére kiválasztott tőzsdeindexek közül a Dow Jones Global Index alakulásával 18 vállalat piaci értéke mutatott együttváltozást, míg a fennmaradó 8 vállalkozás piaci értéke nem jelzett keresztkorrelációt ezzel a mutatóval. Ezeknél az utóbbi vállalatoknál megfigyelhető volt az éves kereskedett részvényeik mennyiségének a teljes alaptőkére jutó részvénytőzsmennyiséghez viszonyított alacsony aránya. Az együttváltozás mellett három vállalat piaci értékének változását egy hónappal, szintén három vállalatét két hónappal, míg egy további vállalkozását öt hónappal jelezte előre a vizsgált index. Az előrejelzéssel érintett vállalatok egy vállalat kivételével szerepeltek azon cégek csoportjában, amelyek a vizsgált indikátorok közül maximum két kivétellel mindegyikkel kapcsolatot mutattak.

Hasonló képet jelzett a piaci értékek és a DAX-index idősorának keresztkorrelációs vizsgálata is. Alacsony (6) volt azon vállalatok száma, amelyek esetében nem volt kapcsolat a piaci érték és a vizsgált index között, míg 16 vállalkozás piaci értéke együttváltozást mutatott az index alakulásával. A fennmaradó négy vállalat piaci értékére egy, öt illetve kilenc hónapos eltolással gyakorolt hatást az index alakulása. A piaci érték és az index együttváltozásával érintett cégek közül kilenc esetében még az index előrejelző hatása is érvényesült. Megfigyelhető volt az is, hogy azon vállalatok piaci értéke, amelyeké kapcsolatot jelzett a DAX-index alakulásával, a Dow Jones Global Index változásával is keresztkorrelációt mutatott.

Az iparági sajátosságok szemléltetésére használt Dow Jones ágazati indexek esetében jelentős átfedéseket tapasztaltam. Azon vállalatok piaci értékének alakulása, amelyeké a Dow Jones Emerging Markets Index és a Dow Jones Global Index változásával keresztkorrelációt (vagy annak hiányát) mutatott, hasonlóan viselkedett az ágazati indexek idősoraival is. Emellett hét vállalat kivételével mindegyik esetben, amikor a piaci érték alakulása valamelyik ágazati index változásával kapcsolatban állt, megfigyelhető volt az is, hogy az egyes vállalatok piaci értékének alakulása több ágazati index változásával is keresztkorrelációt jelzett. Ez a Dow Jones indexcsalád vizsgált tagjai között fennálló erős pozitív kapcsolat következménye, mivel az ágazati indexek az ágazat sajátosságai mellett a világgazdasági trendek hatásait is magukban hordozzák. Mindössze három vállalat esetében tapasztaltam azt, hogy a piaci érték változásának együttmozgása annak az ágazati indexnek az alakulásával mutatta a legszorosabb keresztkorrelációs együtttható értéket, amelybe az adott

vállalat ténylegesen tartozott. Így megállapítható, hogy az iparági, ágazati sajátosságokat és azoknak a piaci érték alakulására gyakorolt hatását a vizsgált indexek nem tudták jól szemléltetni a Dow Jones indexcsalád tagjai között fennálló szoros kapcsolat miatt.

Összességében megállapítható, hogy a keresztkorrelációs vizsgálatok számos hasznos eredményre vezettek, s feltártak bizonyos összefüggéseket a piaci érték és a vizsgált indikátorok változásának vonatkozásában, ugyanakkor az egyes vizsgált befolyásoló tényezők szemléltetésére további indikátorok bevonására van szükség annak érdekében, hogy lehetővé váljék a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők körének pontosabb vizsgálata.

A 6. hipotézis ellenőrzése során a könyv szerinti érték és az indikátorok negyedév végi értékeiből meghatározott változásokat használtam az idősorok előállításához, tekintettel arra, hogy a könyv szerinti érték információk csak negyedévenként álltak rendelkezésre. Azokban az esetekben, amelyekben a vállalat nem készítette el negyedéves jelentését, a hiányzó adatot az utolsó rendelkezésre álló információval, azaz az egy negyedévvel korábbi értékkel helyettesítettem. Ez azt eredményezte, hogy az adott érték változása ezekben a negyedévekben 0%-os volt.

Az előrejelzések megfigyelését hat eltolással, azaz másfél évet tekintve vizsgáltam. A konfidencia intervallum $[-0,5; 0,5]$ volt, csak az ezt meghaladó keresztkorrelációs értékeket fogadtam el, de a piaci értékre vonatkozóan elvégzett hasonló vizsgálat eredményeivel való összehasonlíthatóság érdekében figyelemmel kísértem az ennél alacsonyabb koeficiens értéket jelző összefüggéseket is, szem előtt tartva, hogy ezek az eredmények az idősor alacsonyabb elemszáma miatt nem tekinthetők megbízhatónak. Az elvégzett keresztkorrelációs vizsgálatok során ebben az esetben is olyan mennyiségű ábrát kaptam, amelynek bemutatását a disszertáció terjedelme nem teszi lehetővé.

Az elvégzett keresztkorrelációs vizsgálat eredményeit áttekintve összességében megállapítható, hogy a könyv szerinti érték alakulása nem mutatott kapcsolatot a vizsgált mutatók változásaival. Tekintettel arra, hogy az egyes, a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők szemléltetésére további indikátorok bevonására van szükség az összefüggések pontosabb feltárása érdekében, a befolyásoló tényezők könyv szerinti értékkel való kapcsolatának további vizsgálata is szükséges.

A hipotézisek elfogadása illetve elvetése

Az előzőekben bemutatott egyedi vizsgálatok alapján megállapítható, hogy számos esemény, nyilvánosságra hozott információ, amely a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásokra hatással volt, ezen keresztül a vállalat piaci értékének alakulására is befolyásoló erővel bírt. A vizsgált esetekben a piaci érték változása jelentősen eltért a könyv szerinti érték változásától, ami arra utal, hogy a nyilvánosságra hozott információk és események a várakozásokba beépülve az események jellegétől függően vagy csak a piaci érték alakulását befolyásolták és a könyv szerinti értékre nem voltak hatással, vagy jelentősebb változást idéztek elő a piaci értékben, mint ami azonnali hatásként a könyv szerinti értékben megjelent.

A keresztkorrelációs vizsgálatok számos hasznos eredményre vezettek, s feltártak bizonyos összefüggéseket a piaci érték és a vizsgált indikátorok változásának vonatkozásában, ugyanakkor az egyes vizsgált befolyásoló tényezők szemléltetésére további indikátorok bevonására van szükség annak érdekében, hogy lehetővé váljék a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők körének pontosabb vizsgálata. Ennek következtében a befolyásoló tényezők könyv szerinti értékkel való kapcsolatának további vizsgálata is szükséges. További indikátorok keresését és a vizsgálatba történő bevonását a kutatás időbeli korlátai nem tették lehetővé.

Az elvégzett vizsgálatok eredményei alapján összességében elmondható, hogy az 5. és ennek következtében a 6. hipotézist elvetni nem kell, de további vizsgálatok lefolytatására van szükség ahhoz, hogy azokat el lehessen fogadni.

5. ÖSSZEFOGLALÁS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK

A kutatás elméleti megalapozása során a releváns szakirodalom feldolgozásával áttekintettem a vállalatok könyv szerinti értékével és piaci értékével kapcsolatos legfontosabb elméleti megközelítéseket, majd összegyűjtöttem a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérésére vonatkozó különböző nézeteket.

A 2.2. fejezetben részletesen kifejtésre került a vállalatok könyv szerinti értékének témaköre. Az ott leírtak alapján elmondható, hogy a vállalat könyv szerinti értéke, azaz saját tőkéjének mérlegben szereplő értéke a jelenlegi számviteli előírásoknak megfelelően, a vállalkozás folytatása elvének érvényesülése esetén a realizált eredmény meghatározásának prioritása mellett alapvetően realizációs elvre épülő bekerülési érték modell alapján kerül meghatározásra, de egyre több vagyonelem vonatkozásában megjelennek benne időérték elvre épülő átértékelési modell alapján meghatározott értékek. Ezáltal az empirikus kutatás során vizsgált, IFRS-ek alkalmazásával összeállított mérlegben a realizációs elvre épülő bekerülési érték modell és az időérték elvre épülő átértékelési modell párhuzamosan van jelen.

Kiemelendő továbbá, hogy a mérlegben csak a mérlegképesség vagy megjeleníthetőség kritériumainak megfelelő vagyonelemek szerepeltethetők. Így a könyv szerinti értéket csak a vállalat tulajdonában vagy ellenőrzése alatt álló, múltbeli eseményből eredő, jövőben várhatóan hasznot hozó és megbízhatóan mérhető vagyonelemek alkotják, hiszen csak ily módon biztosítható a számvitel megbízható és valós összképre épülő filozófiájának érvényre jutása.

Nem szabad figyelmen kívül hagyni a számvitel célját sem akkor, amikor a könyv szerinti érték alakulását vizsgáljuk, hiszen ez adja a magyarázatot arra, hogy a könyv szerinti érték miért is olyan amilyen. A számvitel a mérleg segítségével információt szolgáltat az érdekhordozók számára a vállalkozás vagyonának pillanatnyi helyzetéről. A koalíciós tagok minden információigényét egyszerre természetesen nem lehet kielégíteni, így az egyes érdekek között prioritás felállítása szükséges. Ennek következménye, hogy a jelenlegi számviteli gyakorlatban az eredmény meghatározásának célja áll az első helyen, s a vagyon és a saját tőke értéke ennek alárendelten kerül meghatározásra.

A vállalatok piaci értékének vizsgálatára a 2.3. fejezetben került sor. Az ott részletesen bemutatottak alapján megállapítható, hogy a vállalat piaci értéke, azaz a részvényárfolyam alakulását számos tényező befolyásolja.

Hatékony piacot feltételezve az árfolyam visszatükrözi a vállalat jövőbeli teljesítményére vonatkozó várakozásokat. A piaci szereplők várakozásait a gazdasági környezeti és egyéb hatások mellett megalapozzák a vállalat könyv szerinti érték és eredmény adatai. Ennek eredménye, hogy az értékrelevanciával foglalkozó kutatások is kimutatták, hogy a részvényárfolyam szignifikáns kapcsolatban áll mind a könyv szerinti értékkel, mind az eredmény értékével. Ez is rávilágít arra, hogy a vagyonérték és a hozamérték együttesen alakítja a vállalat piaci értékét.

A piaci hatékonyság kérdését vizsgálva azt tapasztaltam, hogy számos közgazdász és kutató megállapította, hogy a piacok működése nem maradéktalanul hatékony. A befektetők gyakran irracionálisan cselekszenek, és spekulatív viselkedést mutatnak. Ennek eredménye, hogy a részvényárfolyamokat pszichológiai tényezők és a kereslet-kínálat alakulása is befolyásolják. Kutatások azt is kimutatták, hogy az ilyen befolyásoló tényezők, azaz az ún. nem információ-alapú kereskedés terjedésének következménye, hogy az Egyesült Államokban a részvényárfolyam és a könyv szerinti érték közötti kapcsolat szorossága, azaz az értékrelevancia csökkent.

Az eddigiek alapján jól látható, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték célja, megközelítése, meghatározási módja és befolyásoló tényezői között jelentős különbségek vannak. A könyv szerinti érték a múltbeli és jelenbeli tényadatokról szolgáltat információt, a piaci érték pedig a jövőre vonatkozó várakozásokat és számos egyéb tényező hatását tömöríti. A könyv szerinti érték a vállalkozás vagyonának értékéből vezethető le, míg a piaci érték a vagyonérték, a hozamérték és egyéb tényezők hatásának eredménye. A vállalat mérlege, s ezáltal a könyv szerinti érték az érdekhordozók teljes körének információigényének kielégítésére szolgál, míg a részvényárfolyam, azaz a piaci érték csak a jelenlegi tulajdonosok és a leendő befektetők szemszögéből vizsgálja a vállalat értékét. A különböző cél, szemléletmód és befolyásoló tényezői kör magyarázatot szolgáltat a könyv szerinti érték és a piaci érték eltérésére.

Az empirikus kutatás során két csoportban felállított hipotéziseket teszteltem. A hipotézisek első csoportja a számviteli adatok értékrelevanciájának vizsgálatára irányult, amelynek keretében a saját tőke könyv szerinti értékének valamint a

különböző eredménykategóriáknak a részvényárfolyammal való kapcsolatának erősségét kívántam megfigyelni. Ezen kapcsolatok meglétének, irányának és erősségének ismerete amellet, hogy értékes információt szolgáltat a korábbi nemzetközi kutatások eredményeivel való összehasonlításához, kiindulópontot nyújt a további hipotézisek ellenőrzéséhez, a vállalkozások piaci értéke és könyv szerinti értéke közötti eltérést befolyásoló tényezők vizsgálatához.

A további hipotézisek célja a piaci érték és a könyv szerinti érték közötti eltérést befolyásoló tényezők vizsgálata volt. Ezen hipotézisek megfogalmazása során arra helyeztem a hangsúlyt, hogy a két érték eltérő célt szolgál, ennek megfelelően különböző módon kerül meghatározásra és különböző azon tényezők köre is, amelyek közvetlenül befolyásolják az alakulásukat. Mindez a két érték szükségszerű eltéréséhez vezet. A hipotézisek elsődleges újszerűsége abban rejlik, hogy ok-okozati viszonyt állítanak fel a fenti jellemzők és a piaci érték és a könyv szerinti érték eltérése között.

A felállított hipotézisek ellenőrzését a 2005-2009 közötti időszakban a Budapesti Értéktőzsdére bevezetett részvényt kibocsátó vállalatok körében végeztem el. A tőzsdén jegyzett vállalatok alacsony számának következtében nem volt szükség mintavételre, hanem lehetőségem nyílt teljes körű vizsgálat végzésére. A vizsgált sokaság mindegyik elemével szemben követelmény volt, hogy a vizsgált időszak teljes hosszában jegyezzék a tőzsdén a részvényeit, illetve hogy a Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok szerint készítse el a beszámolóját annak érdekében, hogy a sokaság az alkalmazott számviteli szabályrendszer tekintetében homogén legyen. A vizsgált sokaság körében a számviteli sajátosságaiknak köszönhetően nem kaptak helyet pénzügyi vállalkozások. A fentiek eredményeként a teljes körű vizsgálatba bevont megfigyelési egységek száma 26 lett. Ez a statisztikai stabilitás biztosításában jelenthet problémát, ezért a vizsgálat eredményeinek értékelésénél ezt a tényt szem előtt kellett tartani.

A számviteli adatok értékrelevanciájával kapcsolatos hipotézisek ellenőrzése során a könyv szerinti érték illetve az eredmény⁶³ piaci értékkel való kapcsolatának

⁶³ Itt többféle eredménykategóriát is megvizsgáltam: adó- és kamatfizetés előtti eredmény, adózás előtti eredmény és átfogó eredmény értékei kerültek be a számításaimba.

meglétét, a kapcsolat irányát, szorosságát, erősségét és az összefüggés jellegét teszteltem. A fenti metrikus változók kapcsolatának vizsgálatára a korreláció- és a regressziószámítás módszereit alkalmaztam. Ezen számításokat a kutatásba bevont összes vállalat együttes vizsgálata mellett a cégeket két csoportra bontva is elvégeztem, megfigyelve ezzel a vállalkozások méretének hatására megjelenő esetleges különbségeket.

A további hipotézisek vizsgálata során idősorokat elemeztem, trendszámítást végeztem. A piaci érték és a könyv szerinti érték vagyoneértékkel való együttmozgásait keresztkorrelációs vizsgálatokkal elemeztem. A piaci érték és a könyv szerinti érték eltérését befolyásoló tényezőket kerestem oly módon, hogy vállalatonként megvizsgáltam a könyv szerinti érték és a piaci érték időbeli változását, majd kiválasztottam minden cégre azokat az időszakokat, amikor a két érték változásában jelentős különbségeket tapasztaltam, s áttekintettem a nyilvánosságra hozott információkat arra vonatkozóan, hogy magyarázatot nyújtanak-e ezekre az eltérő értékváltozásokra.

Megvizsgáltam további trendszámítás keretében bizonyos mutatóknak a piaci értékkel és a könyv szerinti értékkel való együttmozgását, illetve esetleges előrejelzési képességét, feltárva ezzel, hogy melyek azok a mutatók, amelyek csak az egyik illetve mindkét értéket befolyásolják. Ezekhez a vizsgálatokhoz szintén a keresztkorreláció módszerét használtam.

Az 1. hipotézis ellenőrzése során a vállalkozások könyv szerinti értéke és piaci értéke közötti kapcsolat létét, irányát és erősségét vizsgáltam Pearson-féle és parciális korreláció számításával. Mindkét típusú korrelációs együtthatót kiszámítottam a vizsgált időszak öt mérlegfordulónapjára, mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára külön-külön. A parciális korrelációs együttható számításánál a különböző eredménykategóriák adatai külön illetve együttesen jelentették az ellenőrzött változókat.

A vizsgálat során kapott eredmények alapján kijelenthető, hogy mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára vonatkozóan a könyv szerinti érték és a piaci érték között szignifikáns, legalább közepes pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszak során. Ez a legalább közepes pozitív kapcsolat fennmaradt akkor is, amikor ellenőrzött változóként

bevettem a vizsgálatba az eredménykategóriákat, de bizonyos esetekben az így számított parciális korrelációs együttható értékek nem voltak szignifikánsak. Ilyen probléma az alacsony elemszámú csoportok esetében jelentkezett, a teljes vizsgált sokaságra végzett számítások eredményei szignifikánsak voltak.

A magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában a parciális korrelációs együtthatók értékei a teljes vizsgált sokaságra végzett számítások eredményeihez hasonlóan alakultak, de az eredménykategóriák párhuzamos kontrollálása mellett szorosabb kapcsolatot mutattak, mint a teljes vizsgált sokaságra számított hasonló együttható értékek. Az alacsony tőkeértékű vállalkozások csoportjában kevésbé szoros kapcsolat mutatkozott a könyv szerinti érték és a piaci érték között, de az eredmény kategóriák nem bírtak olyan egyértelmű részleges magyarázóerővel, mint a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjánál. Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok esetében a gazdasági válság a piaci értékek 2008. évi jelentős visszaesése mellett a 2009. évi csökkenést is előidézte, ami a könyv szerinti érték és a piaci érték szorosságának további mérséklődését okozta, míg a magasabb tőkeértékű vállalatok esetében ez a hatás 2009.12.31-re már elmúlt.

Összességében elmondható, hogy a vállalat könyv szerinti értéke és piaci értéke között pozitív kapcsolat van, tehát az 1. hipotézist el kell fogadni.

A 2. hipotézis ellenőrzése során a vállalkozások eredménye és piaci értéke közötti kapcsolat létét, irányát és erősségét vizsgáltam Pearson-féle és parciális korreláció segítségével. Az 1. hipotézis tesztelésekor vizsgált három eredménykategória értékeit külön-külön vontam be a piaci értékkel fennálló kapcsolat meghatározására irányuló számításokba. Mindkét típusú korrelációs együtthatót kiszámítottam a vizsgált időszak öt üzleti évére és mérlegfordulónapjára, mind a teljes vizsgált sokaságra, mind a magasabb mind az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportjára külön-külön. A parciális korrelációs együttható meghatározásánál a könyv szerinti érték jelentette az ellenőrzött változót.

A vizsgálatok eredményei alapján kijelenthető, hogy a teljes vizsgált sokaságra, valamint a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjára vonatkozóan az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között szignifikáns erős pozitív kapcsolat állt fenn a vizsgált időszak során. Ez a kapcsolat gyengült és különösen a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportjában az esetek többségében a

szignifikanciáját is elvesztette, amikor ellenőrzött változóként bevontam a vizsgálatba a könyv szerinti értéket.

Az alacsony tőkeértékű vállalatok csoportjára végzett számítások eredményei már a Pearson-féle korrelációs együttható vonatkozásában sem mutattak minden esetben elfogadható szignifikanciaszintet, s az ilyen esetek száma a kontrollváltozó bevonásával tovább növekedett, így ennél a csoportnál nem beszélhetünk az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között a vizsgált időszak során mindvégig fennálló szignifikáns kapcsolatról.

Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a vizsgált sokaság elemszáma meglehetősen alacsony volt, ami hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A kapott eredmények alapján összességében nem mondható el, hogy a vállalat eredménye és piaci értéke között pozitív kapcsolat van, tehát a 2. hipotézist el kell vetni.

A harmadik hipotézis ellenőrzése során azt elemeztem, hogy a könyv szerinti érték vagy az eredmény állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel a vizsgált időszakban.

Az általam vizsgált magyarázó változók, a könyv szerinti érték és az egyes eredménykategóriák értékei között szignifikáns erős pozitív kapcsolat volt a teljes vizsgált sokaság és a magasabb tőkeértékű vállalatok csoportja esetében mindvégig a vizsgált időszak során. A fennálló multikollinearitás nem tette lehetővé a lineáris regressziószámítás elvégzését, így ennél a két csoportnál az első két hipotézis ellenőrzése során végzett számítások eredményeinek összevetésével tudtam következtetést levonni.

A Pearson-féle korrelációs együtthatók áttekintésével megállapítottam, hogy minden esetben a könyv szerinti érték állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel. Ezt igazolja az is, hogy az egyes eredménykategóriák esetében a könyv szerinti érték kontrollálása mellett számított parciális korrelációs együtthatók vagy nem voltak szignifikánsak, vagy értékük alacsonyabb volt a könyv szerinti érték és a piaci érték kapcsolatára számított parciális korrelációs együttható összehasonlítható értékénél.

Az alacsonyabb tőkeértékű vállalatok csoportja vonatkozásában nem jelentkezett a multikollinearitási probléma, így a regressziószámítás elvégezhető volt, de a konstans tag t-próbája nem mutatott elfogadható szignifikanciaszintet. Ennél a

csoportnál az egyes eredménykategóriák értékei és a piaci érték között sem állt fenn szignifikáns kapcsolat a vizsgált időpontok mindegyikében, ami alapján levonható a következtetés, hogy a könyv szerinti érték állt szorosabb kapcsolatban a piaci értékkel.

Itt sem szabad azonban figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a vizsgált sokaság elemszáma meglehetősen alacsony volt, ami hozzájárulhatott a szignifikancia romlásához.

A kapott eredmények alapján összességében elmondható, hogy a könyv szerinti érték értékrelevanciája nagyobb volt, mint az eredményé, tehát a 3. hipotézist el kell fogadni.

A 4. hipotézis ellenőrzése során keresztkorreláció ábrázolásával vizsgáltam a piaci értéknek és a könyv szerinti értéknek a vagyonértékkel való kapcsolatát és a kölcsönös előrejelzési képességét. Az elvégzett vizsgálatok eredményei alapján megállapítható, hogy a könyv szerinti érték és a vagyonérték kapcsolatban áll egymással, de bizonyos vagyoni elemek, jellemzően a kötelezettség alakulása módosíthatja, vagy akár elfedheti ezt a kapcsolatot. A keresztkorrelációs vizsgálat megmutatta, hogy a piaci érték és a vagyonérték alapvetően nem áll kapcsolatban egymással, csak a vállalatok életében bekövetkezett bizonyos események hatására jelentkezett mégis kapcsolat közöttük. Az események, amelyek a vállalat jegyzett tőkéjét, vagy az eredményen keresztül a saját tőkéjét érintették, a vagyonérték alakulására is hatással voltak. A piaci érték változása vagy szintén a jegyzett tőke változásának következtében vagy a vállalatnál történt egyéb események miatt következett be, tehát a piaci érték és a vagyonérték kimutatott kapcsolatát egy harmadik tényező okozta.

A kapott eredmények alapján összességében elmondható, hogy a piaci érték és a könyv szerinti érték eltér egymástól, mert a piaci érték meghatározása nem a vagyonérték alapján történik, tehát a 4. hipotézist el kell fogadni.

Az 5. és a 6. hipotézis szorosan összefügg egymással, mivel annak vizsgálatára irányul, hogy bizonyos tényezők kapcsolatban állnak-e a piaci értékkel (5. hipotézis) illetve a könyv szerinti értékkel (6. hipotézis), ezért együtt végeztem el a két hipotézis ellenőrzését.

Az 5. hipotézisben megfogalmazottak szerint a piaci érték alakulására hatással vannak a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások. A várakozások szemléltetése, az empirikus kutatáshoz szükséges, számokban történő megragadása nehézségekbe ütközik, mivel olyan megfoghatatlan jelenségről van szó, amely az egyes befektetők gondolataiban különböző módon jelenik meg. Az azonban mindenképpen megállapítható, hogy a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások alakulására az adott vállalattal kapcsolatban nyilvánosságra hozott információk vannak hatással. Ezek közé az információk közé sorolhatóak az éves beszámolókból, a féléves és a negyedéves jelentésekben megjelenő adatok mellett a vállalkozás jövőbeli terveivel és jelentős tranzakcióival kapcsolatos közzétételek is.

A vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásoknak a piaci érték változására gyakorolt hatását ennek megfelelően a nyilvánosságra hozott események egyedi feltérképezésével vizsgáltam. Minden vállalatra vonatkozóan grafikonon ábrázoltam a piaci érték és a könyv szerinti érték időbeli alakulását annak megfigyelése érdekében, hogy mely időszakokban mutatkozott jelentős eltérés a piaci érték és a könyv szerinti érték változásában. Az ilyen kiugró változást mutató időszakokra egyenként áttekintettem a vállalatok életében bekövetkezett és nyilvánosságra hozott jelentősebb eseményeket, feltárva ezzel, hogy melyek voltak azok a tényezők, amelyek a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozások formálásával a jelentős értékváltozás magyarázatát adhatták.

Az elvégzett egyedi vizsgálatok alapján összességében megállapítható, hogy számos esemény, nyilvánosságra hozott információ, amely a vállalat jövőbeli jövedelemtermelő képességével kapcsolatos várakozásokra hatással volt, ezen keresztül a vállalat piaci értékének alakulására is befolyásoló erővel bírt. A vizsgált esetekben a piaci érték változása jelentősen eltért a könyv szerinti érték változásától, ami arra utal, hogy a nyilvánosságra hozott információk és események a várakozásokba beépülve az események jellegétől függően vagy csak a piaci érték alakulását befolyásolták és a könyv szerinti értékre nem voltak hatással, vagy jelentősebb változást idéztek elő a piaci értékben, mint ami azonnali hatásként a könyv szerinti értékben megjelent.

Az 5. hipotézisben megfogalmazott további befolyásoló tényezők között az ország makrogazdasági sajátosságai, a régió gazdasági helyzete, a világgazdasági

trendek, az iparági sajátosságok és egyéb pszichológiai hatások találhatók. Az ország, a régió, a világgazdaság és az iparág sajátosságainak a piaci érték alakulására gyakorolt befolyásoló hatását keresztkorrelációs vizsgálatokkal teszteltem. Ezen vizsgálatok elvégzése érdekében a meghatározott befolyásoló tényezőkhöz olyan mutatókat rendeltem, amelyek jól szemléltetik az adott megfigyelni kívánt tényező alakulását.

A keresztkorrelációs vizsgálatokkal először azt teszteltem, hogy az egyes tényezőket szemléltető indikátorok változásai kapcsolatban álltak-e a piaci érték alakulásával, illetve fennállt-e közöttük valamilyen irányú előrejelzés. Ezt követően elvégeztem ugyanezt a vizsgált mutatók és a könyv szerinti érték változásának vonatkozásában is.

Összességében elmondható, hogy a keresztkorrelációs vizsgálatok számos hasznos eredményre vezettek, s feltártak bizonyos összefüggéseket a piaci érték és a vizsgált indikátorok változásának vonatkozásában, ugyanakkor az egyes vizsgált befolyásoló tényezők szemléltetésére további indikátorok bevonására van szükség annak érdekében, hogy lehetővé váljék a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők körének pontosabb vizsgálata. További indikátorok keresését és a vizsgálatba történő bevonását a kutatás időbeli korlátai nem tették lehetővé.

Az elvégzett keresztkorrelációs vizsgálat eredményeit áttekintve megállapítható, hogy a könyv szerinti érték alakulása nem mutatott kapcsolatot a vizsgált mutatók változásaival. Tekintettel arra, hogy az egyes, a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők szemléltetésére további indikátorok bevonására van szükség az összefüggések pontosabb feltárása érdekében, a befolyásoló tényezők könyv szerinti értékkel való kapcsolatának további vizsgálata is szükséges.

A vizsgálatok eredményei alapján kijelenthető, hogy az 5. és ennek következtében a 6. hipotézist elvetni nem kell, de további vizsgálatok elvégzésére van szükség ahhoz, hogy azokat el lehessen fogadni.

A kutatás folytatásaként az egyes, a piaci érték alakulását befolyásoló tényezők szemléltetésére vonatkozó további indikátorok bevonását tartom szükségesnek, aminek segítségével az 5. és a 6. hipotézisben foglaltak további vizsgálatára nyílik lehetőség.

A további kutatások lehetséges irányaként a vizsgált időszak hosszának és a vizsgálatba bevont vállalatok körének bővítését tartom elképzelhetőnek.

MELLÉKLETEK

1. MELLÉKLET: A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS EGYÜTTTHATÓINAK EREDMÉNYTÁBLÁI

Correlations					
Control Variables			Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	EBIT 2005. üzleti év
-none ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,990	,991
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,990	1,000	,983
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,991	,983	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,631	
		Significance (2-tailed)		,001	
		df	0	23	
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,631	1,000	
		Significance (2-tailed)	,001		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	EBIT 2006. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,993	,988
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,993	1,000	,974
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,988	,974	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,870	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,870	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	EBIT 2007. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,969	,957
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,969	1,000	,984
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,957	,984	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,539	
		Significance (2-tailed)		,005	
		df	0	23	
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,539	1,000	
		Significance (2-tailed)	,005		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	EBIT 2008. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,977	,956
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,977	1,000	,934
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,956	,934	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,799	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,799	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	EBIT 2009. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,974	,962
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,974	1,000	,960
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,962	,960	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,657	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,657	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Adózás előtti eredmény 2005
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,990	,988
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,990	1,000	,986
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,988	,986	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Adózás előtti eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,600	
		Significance (2-tailed)		,002	
		df	0	23	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,600	1,000	
		Significance (2-tailed)	,002		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Adózás előtti eredmény 2006
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,993	,973
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,993	1,000	,985
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,973	,985	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Adózás előtti eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,862	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,862	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Adózás előtti eredmény 2007
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,969	,983
		Significance (2- tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,969	1,000	,941
		Significance (2- tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,983	,941	1,000
		Significance (2- tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Adózás előtti eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,715	
		Significance (2- tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,715	1,000	
		Significance (2- tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Adózás előtti eredmény 2008
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,977	,950
		Significance (2- tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,977	1,000	,954
		Significance (2- tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,950	,954	1,000
		Significance (2- tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Adózás előtti eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,753	
		Significance (2- tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,753	1,000	
		Significance (2- tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Adózás előtti eredmény 2009
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,974	,968
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,974	1,000	,949
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,968	,949	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Adózás előtti eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,697	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,697	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Átfogó eredmény 2005
-none- ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,990	,985
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,990	1,000	,975
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,985	,975	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Átfogó eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,769	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,769	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Átfogó eredmény 2006
-none- ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,993	,965
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,993	1,000	,975
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,965	,975	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Átfogó eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,891	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,891	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Átfogó eredmény 2007
-none- ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,969	,982
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,969	1,000	,929
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,982	,929	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Átfogó eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,818	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,818	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Átfogó eredmény 2008
-none- ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,977	,974
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,977	1,000	,979
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,974	,979	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Átfogó eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,493	
		Significance (2-tailed)		,012	
		df	0	23	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,493	1,000	
		Significance (2-tailed)	,012		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Átfogó eredmény 2009
-none- ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,974	,952
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	24	24
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,974	1,000	,894
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	24	0	24
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,952	,894	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	24	24	0
Átfogó eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,893	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	23	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,893	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2005.12. 31.	Piaci érték 2005.12. 31.	EBIT 2005. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2005	Átfogó eredmény y 2005
-none ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,990	,991	,986	,975
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,990	1,000	,983	,988	,985
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,991	,983	1,000	,997	,989
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,986	,988	,997	1,000	,997
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	24	24	24	0	24
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,975	,985	,989	,997	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	24	24	24	24	0
EBIT 2005. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2005 & Átfogó eredmény 2005	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,841			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	21			
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,841	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	21	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12. 31.	Piaci érték 2006.12. 31.	EBIT 2006. üzleti év	Adózás előtti eredmén y 2006	Átfogó eredmén y 2006
-none ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,993	,988	,985	,975
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,993	1,000	,974	,973	,965
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,988	,974	1,000	,999	,994
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,985	,973	,999	1,000	,998
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	24	24	24	0	24
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,975	,965	,994	,998	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	24	24	24	24	0
EBIT 2006. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2006 & Átfogó eredmény 2006	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,901			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	21			
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,901	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	21	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12. 31.	Piaci érték 2007.12. 31.	EBIT 2007. üzleti év	Adózás előtti eredmén y 2007	Átfogó eredmén y 2007
-none ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,969	,957	,941	,929
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,969	1,000	,984	,983	,982
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,957	,984	1,000	,997	,991
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,941	,983	,997	1,000	,998
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	24	24	24	0	24
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,929	,982	,991	,998	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	24	24	24	24	0
EBIT 2007. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2007 & Átfogó eredmény 2007	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,726			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	21			
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,726	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	21	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12. 31.	Piaci érték 2008.12. 31.	EBIT 2008. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2008	Átfogó eredmény y 2008
-none ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,977	,956	,954	,979
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,977	1,000	,934	,950	,974
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,956	,934	1,000	,995	,986
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,954	,950	,995	1,000	,992
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	24	24	24	0	24
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,979	,974	,986	,992	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	24	24	24	24	0
EBIT 2008. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2008 & Átfogó eredmény 2008	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,601			
		Significance (2-tailed)		,002			
		df	0	21			
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,601	1,000			
		Significance (2-tailed)	,002				
		df	21	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12. 31.	Piaci érték 2009.12. 31.	EBIT 2009. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2009	Átfogó eredmény y 2009
-none ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,974	,962	,949	,894
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,974	1,000	,960	,968	,952
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,962	,960	1,000	,994	,961
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,949	,968	,994	1,000	,984
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	24	24	24	0	24
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,894	,952	,961	,984	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	24	24	24	24	0
EBIT 2009. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2009 & Átfogó eredmény 2009	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,971			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	21			
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,971	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	21	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	EBIT 2005. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,986	,994
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,986	1,000	,982
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,994	,982	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,511	
		Significance (2-tailed)		,196	
		df	0	6	
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,511	1,000	
		Significance (2-tailed)	,196		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	EBIT 2006. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,990	,991
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,990	1,000	,974
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,991	,974	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,832	
		Significance (2-tailed)		,010	
		df	0	6	
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,832	1,000	
		Significance (2-tailed)	,010		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	EBIT 2007. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,964	,958
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	6	6
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,964	1,000	,981
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	6	0	6
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,958	,981	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	6	6	0
EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,438	
		Significance (2-tailed)		,325	
		df	0	5	
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,438	1,000	
		Significance (2-tailed)	,325		
		df	5	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	EBIT 2008. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,969	,945
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,969	1,000	,917
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	8	0	8
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,945	,917	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	8	8	0
EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,786	
		Significance (2-tailed)		,012	
		df	0	7	
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,786	1,000	
		Significance (2-tailed)	,012		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	EBIT 2009. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,968	,953
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,968	1,000	,951
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	8	0	8
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,953	,951	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	8	8	0
EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,658	
		Significance (2-tailed)		,054	
		df	0	7	
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,658	1,000	
		Significance (2-tailed)	,054		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Adózás előtti eredmény 2005
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,986	,987
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,986	1,000	,987
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,987	,987	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
Adózás előtti eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,486	
		Significance (2-tailed)		,222	
		df	0	6	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,486	1,000	
		Significance (2-tailed)	,222		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Adózás előtti eredmény 2006
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,990	,973
		Significance (2- tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,990	1,000	,987
		Significance (2- tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,973	,987	1,000
		Significance (2- tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
Adózás előtti eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,813	
		Significance (2- tailed)		,014	
		df	0	6	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,813	1,000	
		Significance (2- tailed)	,014		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Adózás előtti eredmény 2007
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,964	,981
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	6	6
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,964	1,000	,939
		Significance (2-tailed)	,000		,001
		df	6	0	6
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,981	,939	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,001	
		df	6	6	0
Adózás előtti eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,641	
		Significance (2-tailed)		,121	
		df	0	5	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,641	1,000	
		Significance (2-tailed)	,121		
		df	5	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Adózás előtti eredmény 2008
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,969	,934
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,969	1,000	,940
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	8	0	8
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,934	,940	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	8	8	0
Adózás előtti eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,747	
		Significance (2-tailed)		,021	
		df	0	7	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,747	1,000	
		Significance (2-tailed)	,021		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Adózás előtti eredmény 2009
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,968	,958
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,968	1,000	,936
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	8	0	8
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,958	,936	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	8	8	0
Adózás előtti eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,705	
		Significance (2-tailed)		,034	
		df	0	7	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,705	1,000	
		Significance (2-tailed)	,034		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Átfogó eredmény 2005
-none- ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,986	,984
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,986	1,000	,972
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,984	,972	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
Átfogó eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,711	
		Significance (2-tailed)		,048	
		df	0	6	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,711	1,000	
		Significance (2-tailed)	,048		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Átfogó eredmény 2006
-none- ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,990	,964
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	7	7
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,990	1,000	,975
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	7	0	7
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,964	,975	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	7	7	0
Átfogó eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,856	
		Significance (2-tailed)		,007	
		df	0	6	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,856	1,000	
		Significance (2-tailed)	,007		
		df	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Átfogó eredmény 2007
-none- ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,964	,980
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	6	6
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,964	1,000	,920
		Significance (2-tailed)	,000		,001
		df	6	0	6
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,980	,920	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,001	
		df	6	6	0
Átfogó eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,796	
		Significance (2-tailed)		,032	
		df	0	5	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,796	1,000	
		Significance (2-tailed)	,032		
		df	5	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Átfogó eredmény 2008
-none- ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,969	,967
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,969	1,000	,974
		Significance (2-tailed)	,000		,000
		df	8	0	8
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,967	,974	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	
		df	8	8	0
Átfogó eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,468	
		Significance (2-tailed)		,204	
		df	0	7	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,468	1,000	
		Significance (2-tailed)	,204		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Átfogó eredmény 2009
-none- ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,968	,937
		Significance (2-tailed)		,000	,000
		df	0	8	8
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,968	1,000	,867
		Significance (2-tailed)	,000		,001
		df	8	0	8
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,937	,867	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,001	
		df	8	8	0
Átfogó eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,894	
		Significance (2-tailed)		,001	
		df	0	7	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,894	1,000	
		Significance (2-tailed)	,001		
		df	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2005.12. 31.	Piaci érték 2005.12. 31.	EBIT 2005. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2005	Átfogó eredmény y 2005
-none ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,986	,994	,987	,972
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	7	7	7	7
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,986	1,000	,982	,987	,984
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	7	0	7	7	7
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,994	,982	1,000	,996	,986
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	7	7	0	7	7
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,987	,987	,996	1,000	,997
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	7	7	7	0	7
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,972	,984	,986	,997	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	7	7	7	7	0
EBIT 2005. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2005 & Átfogó eredmény 2005	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,903			
		Significance (2-tailed)		,014			
		df	0	4			
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,903	1,000			
		Significance (2-tailed)	,014				
		df	4	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12. 31.	Piaci érték 2006.12. 31.	EBIT 2006. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2006	Átfogó eredmény y 2006
-none ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,990	,991	,987	,975
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	7	7	7	7
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,990	1,000	,974	,973	,964
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	7	0	7	7	7
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,991	,974	1,000	,999	,993
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	7	7	0	7	7
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,987	,973	,999	1,000	,997
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	7	7	7	0	7
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,975	,964	,993	,997	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	7	7	7	7	0
EBIT 2006. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2006 & Átfogó eredmény 2006	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,961			
		Significance (2-tailed)		,002			
		df	0	4			
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,961	1,000			
		Significance (2-tailed)	,002				
		df	4	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12. 31.	Piaci érték 2007.12. 31.	EBIT 2007. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2007	Átfogó eredmény y 2007
-none ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,964	,958	,939	,920
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,001	,001
		df	0	6	6	6	6
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,964	1,000	,981	,981	,980
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	6	0	6	6	6
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,958	,981	1,000	,997	,989
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	6	6	0	6	6
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,939	,981	,997	1,000	,997
		Significance (2-tailed)	,001	,000	,000		,000
		df	6	6	6	0	6
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,920	,980	,989	,997	1,000
		Significance (2-tailed)	,001	,000	,000	,000	
		df	6	6	6	6	0
EBIT 2007. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2007 & Átfogó eredmény 2007	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,881			
		Significance (2-tailed)		,048			
		df	0	3			
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,881	1,000			
		Significance (2-tailed)	,048				
		df	3	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12. 31.	Piaci érték 2008.12. 31.	EBIT 2008. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2008	Átfogó eredmény y 2008
-none ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,969	,945	,940	,974
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	8	8	8	8
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,969	1,000	,917	,934	,967
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	8	0	8	8	8
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,945	,917	1,000	,996	,984
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	8	8	0	8	8
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,940	,934	,996	1,000	,989
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	8	8	8	0	8
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,974	,967	,984	,989	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	8	8	8	8	0
EBIT 2008. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2008 & Átfogó eredmény 2008	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,767			
		Significance (2-tailed)		,044			
		df	0	5			
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,767	1,000			
		Significance (2-tailed)	,044				
		df	5	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12. 31.	Piaci érték 2009.12. 31.	EBIT 2009. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2009	Átfogó eredmény y 2009
-none ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,968	,953	,936	,867
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,001
		df	0	8	8	8	8
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,968	1,000	,951	,958	,937
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	8	0	8	8	8
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,953	,951	1,000	,994	,955
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	8	8	0	8	8
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,936	,958	,994	1,000	,980
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	8	8	8	0	8
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,867	,937	,955	,980	1,000
		Significance (2-tailed)	,001	,000	,000	,000	
		df	8	8	8	8	0
EBIT 2009. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2009 & Átfogó eredmény 2009	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,981			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	5			
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,981	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	5	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	EBIT 2005. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,738	,192
		Significance (2-tailed)		,001	,460
		df	0	15	15
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,738	1,000	,696
		Significance (2-tailed)	,001		,002
		df	15	0	15
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,192	,696	1,000
		Significance (2-tailed)	,460	,002	
		df	15	15	0
EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,857	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	14	
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,857	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	EBIT 2006. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,696	,404
		Significance (2-tailed)		,002	,107
		df	0	15	15
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,696	1,000	,730
		Significance (2-tailed)	,002		,001
		df	15	0	15
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,404	,730	1,000
		Significance (2-tailed)	,107	,001	
		df	15	15	0
EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,641	
		Significance (2-tailed)		,007	
		df	0	14	
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,641	1,000	
		Significance (2-tailed)	,007		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	EBIT 2007. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,792	,285
		Significance (2-tailed)		,000	,252
		df	0	16	16
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,792	1,000	,353
		Significance (2-tailed)	,000		,151
		df	16	0	16
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,285	,353	1,000
		Significance (2-tailed)	,252	,151	
		df	16	16	0
EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,771	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	15	
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,771	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	15	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	EBIT 2008. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,852	,619
		Significance (2-tailed)		,000	,011
		df	0	14	14
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,852	1,000	,729
		Significance (2-tailed)	,000		,001
		df	14	0	14
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,619	,729	1,000
		Significance (2-tailed)	,011	,001	
		df	14	14	0
EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,745	
		Significance (2-tailed)		,001	
		df	0	13	
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,745	1,000	
		Significance (2-tailed)	,001		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	EBIT 2009. üzleti év
-none- ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,719	,427
		Significance (2-tailed)		,002	,099
		df	0	14	14
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,719	1,000	,737
		Significance (2-tailed)	,002		,001
		df	14	0	14
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,427	,737	1,000
		Significance (2-tailed)	,099	,001	
		df	14	14	0
EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,662	
		Significance (2-tailed)		,007	
		df	0	13	
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,662	1,000	
		Significance (2-tailed)	,007		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Adózás előtti eredmény 2005
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,738	,456
		Significance (2-tailed)		,001	,066
		df	0	15	15
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,738	1,000	,216
		Significance (2-tailed)	,001		,406
		df	15	0	15
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,456	,216	1,000
		Significance (2-tailed)	,066	,406	
		df	15	15	0
Adózás előtti eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,736	
		Significance (2-tailed)		,001	
		df	0	14	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,736	1,000	
		Significance (2-tailed)	,001		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Adózás előtti eredmény 2006
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,696	,630
		Significance (2-tailed)		,002	,007
		df	0	15	15
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,696	1,000	,910
		Significance (2-tailed)	,002		,000
		df	15	0	15
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,630	,910	1,000
		Significance (2-tailed)	,007	,000	
		df	15	15	0
Adózás előtti eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,382	
		Significance (2-tailed)		,144	
		df	0	14	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,382	1,000	
		Significance (2-tailed)	,144		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Adózás előtti eredmény 2007
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,792	,295
		Significance (2-tailed)		,000	,235
		df	0	16	16
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,792	1,000	,684
		Significance (2-tailed)	,000		,002
		df	16	0	16
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,295	,684	1,000
		Significance (2-tailed)	,235	,002	
		df	16	16	0
Adózás előtti eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,846	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	15	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,846	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	15	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Adózás előtti eredmény 2008
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,852	,248
		Significance (2- tailed)		,000	,354
		df	0	14	14
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,852	1,000	,090
		Significance (2- tailed)	,000		,741
		df	14	0	14
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,248	,090	1,000
		Significance (2- tailed)	,354	,741	
		df	14	14	0
Adózás előtti eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,860	
		Significance (2- tailed)		,000	
		df	0	13	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,860	1,000	
		Significance (2- tailed)	,000		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations					
Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Adózás előtti eredmény 2009
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,719	,750
		Significance (2-tailed)		,002	,001
		df	0	14	14
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,719	1,000	,442
		Significance (2-tailed)	,002		,086
		df	14	0	14
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,750	,442	1,000
		Significance (2-tailed)	,001	,086	
		df	14	14	0
Adózás előtti eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,654	
		Significance (2-tailed)		,008	
		df	0	13	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,654	1,000	
		Significance (2-tailed)	,008		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2005.12.31.	Saját tőke 2005.12.31.	Átfogó eredmény 2005
-none- ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,738	,392
		Significance (2-tailed)		,001	,119
		df	0	15	15
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,738	1,000	,185
		Significance (2-tailed)	,001		,477
		df	15	0	15
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,392	,185	1,000
		Significance (2-tailed)	,119	,477	
		df	15	15	0
Átfogó eredmény 2005	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,736	
		Significance (2-tailed)		,001	
		df	0	14	
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,736	1,000	
		Significance (2-tailed)	,001		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12.31.	Saját tőke 2006.12.31.	Átfogó eredmény 2006
-none- ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,696	,606
		Significance (2-tailed)		,002	,010
		df	0	15	15
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,696	1,000	,919
		Significance (2-tailed)	,002		,000
		df	15	0	15
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,606	,919	1,000
		Significance (2-tailed)	,010	,000	
		df	15	15	0
Átfogó eredmény 2006	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,445	
		Significance (2-tailed)		,084	
		df	0	14	
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,445	1,000	
		Significance (2-tailed)	,084		
		df	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12.31.	Saját tőke 2007.12.31.	Átfogó eredmény 2007
-none- ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,792	,258
		Significance (2-tailed)		,000	,301
		df	0	16	16
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,792	1,000	,682
		Significance (2-tailed)	,000		,002
		df	16	0	16
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,258	,682	1,000
		Significance (2-tailed)	,301	,002	
		df	16	16	0
Átfogó eredmény 2007	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,872	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	15	
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,872	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	15	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12.31.	Saját tőke 2008.12.31.	Átfogó eredmény 2008
-none- ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,852	,150
		Significance (2-tailed)		,000	,579
		df	0	14	14
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,852	1,000	-,033
		Significance (2-tailed)	,000		,903
		df	14	0	14
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,150	-,033	1,000
		Significance (2-tailed)	,579	,903	
		df	14	14	0
Átfogó eredmény 2008	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,867	
		Significance (2-tailed)		,000	
		df	0	13	
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,867	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2009.12.31.	Saját tőke 2009.12.31.	Átfogó eredmény 2009
-none- ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,719	,665
		Significance (2-tailed)		,002	,005
		df	0	14	14
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,719	1,000	,322
		Significance (2-tailed)	,002		,224
		df	14	0	14
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,665	,322	1,000
		Significance (2-tailed)	,005	,224	
		df	14	14	0
Átfogó eredmény 2009	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,715	
		Significance (2-tailed)		,003	
		df	0	13	
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,715	1,000	
		Significance (2-tailed)	,003		
		df	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2005.12. 31.	Piaci érték 2005.12. 31.	EBIT 2005. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2005	Átfogó eredmény y 2005
-none- ^a	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,738	,192	,216	,185
		Significance (2-tailed)		,001	,460	,406	,477
		df	0	15	15	15	15
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,738	1,000	,696	,456	,392
		Significance (2-tailed)	,001		,002	,066	,119
		df	15	0	15	15	15
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,192	,696	1,000	,834	,793
		Significance (2-tailed)	,460	,002		,000	,000
		df	15	15	0	15	15
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,216	,456	,834	1,000	,996
		Significance (2-tailed)	,406	,066	,000		,000
		df	15	15	15	0	15
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,185	,392	,793	,996	1,000
		Significance (2-tailed)	,477	,119	,000	,000	
		df	15	15	15	15	0
EBIT 2005. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2005 & Átfogó eredmény 2005	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	1,000	,922			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	12			
	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	,922	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	12	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2006.12. 31.	Piaci érték 2006.12. 31.	EBIT 2006. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2006	Átfogó eredmény y 2006
-none ^a	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,696	,404	,910	,919
		Significance (2-tailed)		,002	,107	,000	,000
		df	0	15	15	15	15
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,696	1,000	,730	,630	,606
		Significance (2-tailed)	,002		,001	,007	,010
		df	15	0	15	15	15
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,404	,730	1,000	,544	,555
		Significance (2-tailed)	,107	,001		,024	,021
		df	15	15	0	15	15
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,910	,630	,544	1,000	,960
		Significance (2-tailed)	,000	,007	,024		,000
		df	15	15	15	0	15
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,919	,606	,555	,960	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,010	,021	,000	
		df	15	15	15	15	0
EBIT 2006. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2006 & Átfogó eredmény 2006	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	1,000	,826			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	12			
	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	,826	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	12	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2007.12. 31.	Piaci érték 2007.12. 31.	EBIT 2007. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2007	Átfogó eredmény y 2007
-none ^a	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,792	,285	,684	,682
		Significance (2-tailed)		,000	,252	,002	,002
		df	0	16	16	16	16
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,792	1,000	,353	,295	,258
		Significance (2-tailed)	,000		,151	,235	,301
		df	16	0	16	16	16
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,285	,353	1,000	,538	,454
		Significance (2-tailed)	,252	,151		,021	,058
		df	16	16	0	16	16
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,684	,295	,538	1,000	,994
		Significance (2-tailed)	,002	,235	,021		,000
		df	16	16	16	0	16
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,682	,258	,454	,994	1,000
		Significance (2-tailed)	,002	,301	,058	,000	
		df	16	16	16	16	0
EBIT 2007. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2007 & Átfogó eredmény 2007	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	1,000	,915			
		Significance (2-tailed)		,000			
		df	0	13			
	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	,915	1,000			
		Significance (2-tailed)	,000				
		df	13	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2008.12. 31.	Piaci érték 2008.12. 31.	EBIT 2008. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2008	Átfogó eredmény y 2008
-none ^a	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,852	,619	,090	-,033
		Significance (2-tailed)		,000	,011	,741	,903
		df	0	14	14	14	14
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,852	1,000	,729	,248	,150
		Significance (2-tailed)	,000		,001	,354	,579
		df	14	0	14	14	14
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,619	,729	1,000	,497	,414
		Significance (2-tailed)	,011	,001		,050	,111
		df	14	14	0	14	14
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,090	,248	,497	1,000	,990
		Significance (2-tailed)	,741	,354	,050		,000
		df	14	14	14	0	14
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	-,033	,150	,414	,990	1,000
		Significance (2-tailed)	,903	,579	,111	,000	
		df	14	14	14	14	0
EBIT 2008. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2008 & Átfogó eredmény 2008	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	1,000	,685			
		Significance (2-tailed)		,010			
		df	0	11			
	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	,685	1,000			
		Significance (2-tailed)	,010				
		df	11	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Saját tőke 2009.12. 31.	Piaci érték 2009.12. 31.	EBIT 2009. üzleti év	Adózás előtti eredmény y 2009	Átfogó eredmény y 2009
-none ^a	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,719	,427	,442	,322
		Significance (2-tailed)		,002	,099	,086	,224
		df	0	14	14	14	14
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,719	1,000	,737	,750	,665
		Significance (2-tailed)	,002		,001	,001	,005
		df	14	0	14	14	14
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,427	,737	1,000	,982	,946
		Significance (2-tailed)	,099	,001		,000	,000
		df	14	14	0	14	14
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,442	,750	,982	1,000	,972
		Significance (2-tailed)	,086	,001	,000		,000
		df	14	14	14	0	14
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,322	,665	,946	,972	1,000
		Significance (2-tailed)	,224	,005	,000	,000	
		df	14	14	14	14	0
EBIT 2009. üzleti év & Adózás előtti eredmény 2009 & Átfogó eredmény 2009	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	1,000	,556			
		Significance (2-tailed)		,048			
		df	0	11			
	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	,556	1,000			
		Significance (2-tailed)	,048				
		df	11	0			

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

2. MELLÉKLET: AZ EREDMÉNY ÉS A PIACI ÉRTÉK KORRELÁCIÓS

EGYÜTTTHATÓINAK EREDMÉNYTÁBLÁI

Correlations			Piaci érték 2005.12. 31.	Átfogó eredmény 2005	Adózás előtti eredmény 2005	EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12. 31.
Control Variables							
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,985	,988	,983	,990
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,985	1,000	,997	,989	,975
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,988	,997	1,000	,997	,986
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,983	,989	,997	1,000	,991
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	24	24	24	0	24
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,990	,975	,986	,991	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	24	24	24	24	0
Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,626	,495	,126	
		Significance (2-tailed)	.	,001	,012	,549	
		df	0	23	23	23	
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,626	1,000	,972	,765	
		Significance (2-tailed)	,001	.	,000	,000	
		df	23	0	23	23	
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,495	,972	1,000	,878	
		Significance (2-tailed)	,012	,000	.	,000	
		df	23	23	0	23	
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,126	,765	,878	1,000	
		Significance (2-tailed)	,549	,000	,000	.	
		df	23	23	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12. 31.	Átfogó eredmény 2006	Adózás előtti eredmény 2006	EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,965	,973	,974	,993
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,965	1,000	,998	,994	,975
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,973	,998	1,000	,999	,985
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,974	,994	,999	1,000	,988
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	24	24	24	0	24
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,993	,975	,985	,988	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	24	24	24	24	0
Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	-,110	-,233	-,377	
		Significance (2-tailed)	.	,602	,262	,063	
		df	0	23	23	23	
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	-,110	1,000	,973	,899	
		Significance (2-tailed)	,602	.	,000	,000	
		df	23	0	23	23	
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	-,233	,973	1,000	,968	
		Significance (2-tailed)	,262	,000	.	,000	
		df	23	23	0	23	
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	-,377	,899	,968	1,000	
		Significance (2-tailed)	,063	,000	,000	.	
		df	23	23	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12. 31.	Átfogó eredmény 2007	Adózás előtti eredmény 2007	EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,982	,983	,984	,969
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,982	1,000	,998	,991	,929
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,983	,998	1,000	,997	,941
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,984	,991	,997	1,000	,957
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	24	24	24	0	24
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,969	,929	,941	,957	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	24	24	24	24	0
Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,899	,853	,789	
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	
		df	0	23	23	23	
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,899	1,000	,987	,951	
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	
		df	23	0	23	23	
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,853	,987	1,000	,987	
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	
		df	23	23	0	23	
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,789	,951	,987	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	
		df	23	23	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12. 31.	Átfogó eredmény 2008	Adózás előtti eredmény 2008	EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,974	,950	,934	,977
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,974	1,000	,992	,986	,979
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,950	,992	1,000	,995	,954
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,934	,986	,995	1,000	,956
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	24	24	24	0	24
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,977	,979	,954	,956	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	24	24	24	24	0
Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,410	,272	,007	
		Significance (2-tailed)	.	,042	,188	,975	
		df	0	23	23	23	
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,410	1,000	,948	,837	
		Significance (2-tailed)	,042	.	,000	,000	
		df	23	0	23	23	
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,272	,948	1,000	,943	
		Significance (2-tailed)	,188	,000	.	,000	
		df	23	23	0	23	
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,007	,837	,943	1,000	
		Significance (2-tailed)	,975	,000	,000	.	
		df	23	23	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2009.12. 31.	Átfogó eredmény 2009	Adózás előtti eredmény 2009	EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,952	,968	,960	,974
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	24	24	24	24
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,952	1,000	,984	,961	,894
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	24	0	24	24	24
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,968	,984	1,000	,994	,949
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	24	24	0	24	24
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,960	,961	,994	1,000	,962
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	24	24	24	0	24
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,974	,894	,949	,962	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	24	24	24	24	0
Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,797	,609	,373	
		Significance (2-tailed)	.	,000	,001	,067	
		df	0	23	23	23	
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,797	1,000	,958	,829	
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	
		df	23	0	23	23	
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,609	,958	1,000	,948	
		Significance (2-tailed)	,001	,000	.	,000	
		df	23	23	0	23	
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,373	,829	,948	1,000	
		Significance (2-tailed)	,067	,000	,000	.	
		df	23	23	23	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2005.12. 31.	Átfogó eredmény 2005	Adózás előtti eredmény 2005	EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,984	,987	,982	,986
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	7	7	7	7
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,984	1,000	,997	,986	,972
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	7	0	7	7	7
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,987	,997	1,000	,996	,987
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	7	7	0	7	7
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,982	,986	,996	1,000	,994
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	7	7	7	0	7
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,986	,972	,987	,994	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	7	7	7	7	0
Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,639	,511	,078	
		Significance (2-tailed)	.	,088	,195	,854	
		df	0	6	6	6	
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,639	1,000	,975	,765	
		Significance (2-tailed)	,088	.	,000	,027	
		df	6	0	6	6	
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,511	,975	1,000	,872	
		Significance (2-tailed)	,195	,000	.	,005	
		df	6	6	0	6	
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,078	,765	,872	1,000	
		Significance (2-tailed)	,854	,027	,005	.	
		df	6	6	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12. 31.	Átfogó eredmény 2006	Adózás előtti eredmény 2006	EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,964	,973	,974	,990
		Significance (2-tailed)		,000	,000	,000	,000
		df	0	7	7	7	7
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,964	1,000	,997	,993	,975
		Significance (2-tailed)	,000		,000	,000	,000
		df	7	0	7	7	7
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,973	,997	1,000	,999	,987
		Significance (2-tailed)	,000	,000		,000	,000
		df	7	7	0	7	7
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,974	,993	,999	1,000	,991
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000		,000
		df	7	7	7	0	7
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,990	,975	,987	,991	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	
		df	7	7	7	7	0
Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	-,064	-,202	-,407	
		Significance (2-tailed)		,880	,631	,317	
		df	0	6	6	6	
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	-,064	1,000	,974	,897	
		Significance (2-tailed)	,880		,000	,003	
		df	6	0	6	6	
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	-,202	,974	1,000	,969	
		Significance (2-tailed)	,631	,000		,000	
		df	6	6	0	6	
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	-,407	,897	,969	1,000	
		Significance (2-tailed)	,317	,003	,000		
		df	6	6	6	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12. 31.	Átfogó eredmény 2007	Adózás előtti eredmény 2007	EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,980	,981	,981	,964
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	6	6	6	6
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,980	1,000	,997	,989	,920
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,001
		df	6	0	6	6	6
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,981	,997	1,000	,997	,939
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,001
		df	6	6	0	6	6
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,981	,989	,997	1,000	,958
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	6	6	6	0	6
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,964	,920	,939	,958	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,001	,001	,000	.
		df	6	6	6	6	0
Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,891	,832	,750	
		Significance (2-tailed)	.	,007	,020	,052	
		df	0	5	5	5	
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,891	1,000	,990	,959	
		Significance (2-tailed)	,007	.	,000	,001	
		df	5	0	5	5	
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,832	,990	1,000	,989	
		Significance (2-tailed)	,020	,000	.	,000	
		df	5	5	0	5	
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,750	,959	,989	1,000	
		Significance (2-tailed)	,052	,001	,000	.	
		df	5	5	5	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12. 31.	Átfogó eredmény 2008	Adózás előtti eredmény 2008	EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,967	,934	,917	,969
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	8	8	8	8
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,967	1,000	,989	,984	,974
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000
		df	8	0	8	8	8
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,934	,989	1,000	,996	,940
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	8	8	0	8	8
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,917	,984	,996	1,000	,945
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	8	8	8	0	8
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,969	,974	,940	,945	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
		df	8	8	8	8	0
Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,417	,266	,018	
		Significance (2-tailed)	.	,264	,489	,964	
		df	0	7	7	7	
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,417	1,000	,951	,859	
		Significance (2-tailed)	,264	.	,000	,003	
		df	7	0	7	7	
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,266	,951	1,000	,961	
		Significance (2-tailed)	,489	,000	.	,000	
		df	7	7	0	7	
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,018	,859	,961	1,000	
		Significance (2-tailed)	,964	,003	,000	.	
		df	7	7	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2009.12. 31.	Átfogó eredmény 2009	Adózás előtti eredmény 2009	EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,937	,958	,951	,968
		Significance (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000
		df	0	8	8	8	8
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,937	1,000	,980	,955	,867
		Significance (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,001
		df	8	0	8	8	8
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,958	,980	1,000	,994	,936
		Significance (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000
		df	8	8	0	8	8
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,951	,955	,994	1,000	,953
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000
		df	8	8	8	0	8
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,968	,867	,936	,953	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,001	,000	,000	.
		df	8	8	8	8	0
Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,783	,592	,375	
		Significance (2-tailed)	.	,013	,093	,321	
		df	0	7	7	7	
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,783	1,000	,961	,851	
		Significance (2-tailed)	,013	.	,000	,004	
		df	7	0	7	7	
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,592	,961	1,000	,957	
		Significance (2-tailed)	,093	,000	.	,000	
		df	7	7	0	7	
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,375	,851	,957	1,000	
		Significance (2-tailed)	,321	,004	,000	.	
		df	7	7	7	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2005.12. 31.	Átfogó eredmény 2005	Adózás előtti eredmény 2005	EBIT 2005. üzleti év	Saját tőke 2005.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,392	,456	,696	,738
		Significance (2-tailed)	.	,119	,066	,002	,001
		df	0	15	15	15	15
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,392	1,000	,996	,793	,185
		Significance (2-tailed)	,119	.	,000	,000	,477
		df	15	0	15	15	15
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,456	,996	1,000	,834	,216
		Significance (2-tailed)	,066	,000	.	,000	,406
		df	15	15	0	15	15
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,696	,793	,834	1,000	,192
		Significance (2-tailed)	,002	,000	,000	.	,460
		df	15	15	15	0	15
	Saját tőke 2005.12.31.	Correlation	,738	,185	,216	,192	1,000
		Significance (2-tailed)	,001	,477	,406	,460	.
		df	15	15	15	15	0
Saját tőke 2005.12.31.	Piaci érték 2005.12.31.	Correlation	1,000	,386	,451	,836	
		Significance (2-tailed)	.	,140	,080	,000	
		df	0	14	14	14	
	Átfogó eredmény 2005	Correlation	,386	1,000	,996	,786	
		Significance (2-tailed)	,140	.	,000	,000	
		df	14	0	14	14	
	Adózás előtti eredmény 2005	Correlation	,451	,996	1,000	,827	
		Significance (2-tailed)	,080	,000	.	,000	
		df	14	14	0	14	
	EBIT 2005. üzleti év	Correlation	,836	,786	,827	1,000	
		Significance (2-tailed)	,000	,000	,000	.	
		df	14	14	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2006.12. 31.	Átfogó eredmény 2006	Adózás előtti eredmény 2006	EBIT 2006. üzleti év	Saját tőke 2006.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	,606	,630	,730	,696
		Significance (2-tailed)	.	,010	,007	,001	,002
		df	0	15	15	15	15
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	,606	1,000	,960	,555	,919
		Significance (2-tailed)	,010	.	,000	,021	,000
		df	15	0	15	15	15
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	,630	,960	1,000	,544	,910
		Significance (2-tailed)	,007	,000	.	,024	,000
		df	15	15	0	15	15
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,730	,555	,544	1,000	,404
		Significance (2-tailed)	,001	,021	,024	.	,107
		df	15	15	15	0	15
	Saját tőke 2006.12.31.	Correlation	,696	,919	,910	,404	1,000
		Significance (2-tailed)	,002	,000	,000	,107	.
		df	15	15	15	15	0
Saját tőke 2006.12.31.	Piaci érték 2006.12.31.	Correlation	1,000	-,121	-,012	,683	
		Significance (2-tailed)	.	,655	,965	,004	
		df	0	14	14	14	
	Átfogó eredmény 2006	Correlation	-,121	1,000	,760	,508	
		Significance (2-tailed)	,655	.	,001	,045	
		df	14	0	14	14	
	Adózás előtti eredmény 2006	Correlation	-,012	,760	1,000	,463	
		Significance (2-tailed)	,965	,001	.	,071	
		df	14	14	0	14	
	EBIT 2006. üzleti év	Correlation	,683	,508	,463	1,000	
		Significance (2-tailed)	,004	,045	,071	.	
		df	14	14	14	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2007.12. 31.	Átfogó eredmény 2007	Adózás előtti eredmény 2007	EBIT 2007. üzleti év	Saját tőke 2007.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	,258	,295	,353	,792
		Significance (2-tailed)	.	,301	,235	,151	,000
		df	0	16	16	16	16
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	,258	1,000	,994	,454	,682
		Significance (2-tailed)	,301	.	,000	,058	,002
		df	16	0	16	16	16
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	,295	,994	1,000	,538	,684
		Significance (2-tailed)	,235	,000	.	,021	,002
		df	16	16	0	16	16
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,353	,454	,538	1,000	,285
		Significance (2-tailed)	,151	,058	,021	.	,252
		df	16	16	16	0	16
	Saját tőke 2007.12.31.	Correlation	,792	,682	,684	,285	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,002	,002	,252	.
		df	16	16	16	16	0
Saját tőke 2007.12.31.	Piaci érték 2007.12.31.	Correlation	1,000	-,632	-,552	,218	
		Significance (2-tailed)	.	,007	,021	,402	
		df	0	15	15	15	
	Átfogó eredmény 2007	Correlation	-,632	1,000	,988	,371	
		Significance (2-tailed)	,007	.	,000	,143	
		df	15	0	15	15	
	Adózás előtti eredmény 2007	Correlation	-,552	,988	1,000	,490	
		Significance (2-tailed)	,021	,000	.	,046	
		df	15	15	0	15	
	EBIT 2007. üzleti év	Correlation	,218	,371	,490	1,000	
		Significance (2-tailed)	,402	,143	,046	.	
		df	15	15	15	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Correlations

Control Variables			Piaci érték 2008.12. 31.	Átfogó eredmény 2008	Adózás előtti eredmény 2008	EBIT 2008. üzleti év	Saját tőke 2008.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,150	,248	,729	,852
		Significance (2-tailed)	.	,579	,354	,001	,000
		df	0	14	14	14	14
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,150	1,000	,990	,414	-,033
		Significance (2-tailed)	,579	.	,000	,111	,903
		df	14	0	14	14	14
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,248	,990	1,000	,497	,090
		Significance (2-tailed)	,354	,000	.	,050	,741
		df	14	14	0	14	14
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,729	,414	,497	1,000	,619
		Significance (2-tailed)	,001	,111	,050	.	,011
		df	14	14	14	0	14
	Saját tőke 2008.12.31.	Correlation	,852	-,033	,090	,619	1,000
		Significance (2-tailed)	,000	,903	,741	,011	.
		df	14	14	14	14	0
Saját tőke 2008.12.31.	Piaci érték 2008.12.31.	Correlation	1,000	,341	,329	,491	
		Significance (2-tailed)	.	,214	,231	,063	
		df	0	13	13	13	
	Átfogó eredmény 2008	Correlation	,341	1,000	,997	,554	
		Significance (2-tailed)	,214	.	,000	,032	
		df	13	0	13	13	
	Adózás előtti eredmény 2008	Correlation	,329	,997	1,000	,565	
		Significance (2-tailed)	,231	,000	.	,028	
		df	13	13	0	13	
	EBIT 2008. üzleti év	Correlation	,491	,554	,565	1,000	
		Significance (2-tailed)	,063	,032	,028	.	
		df	13	13	13	0	

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

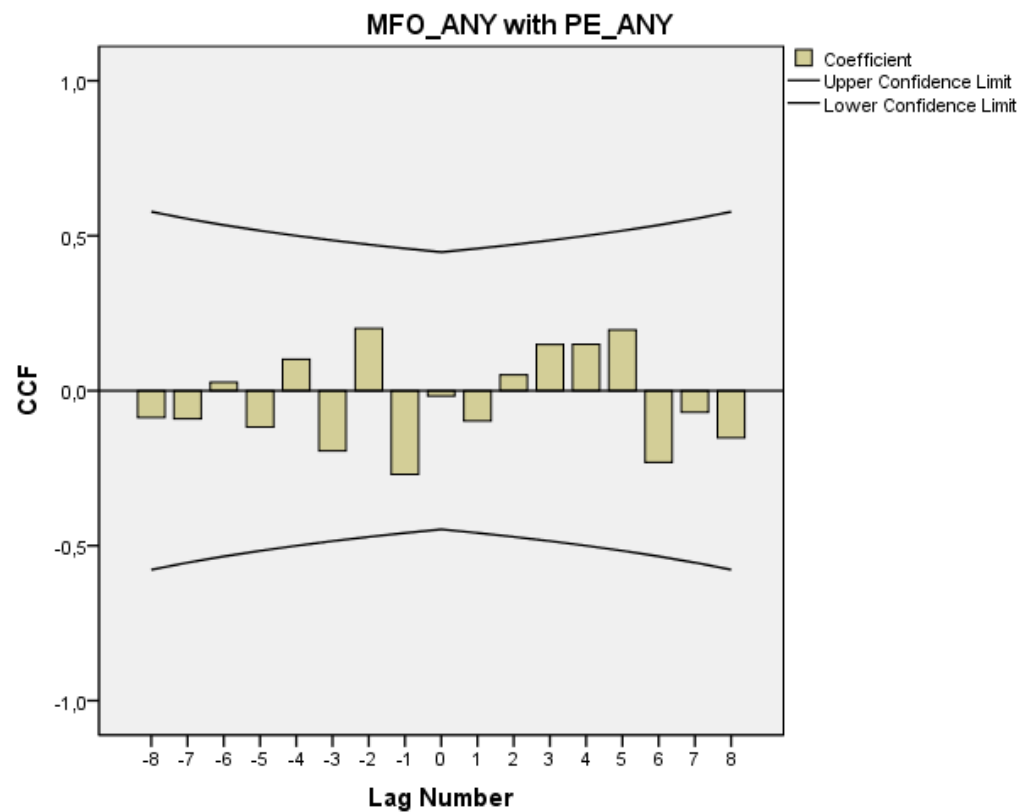
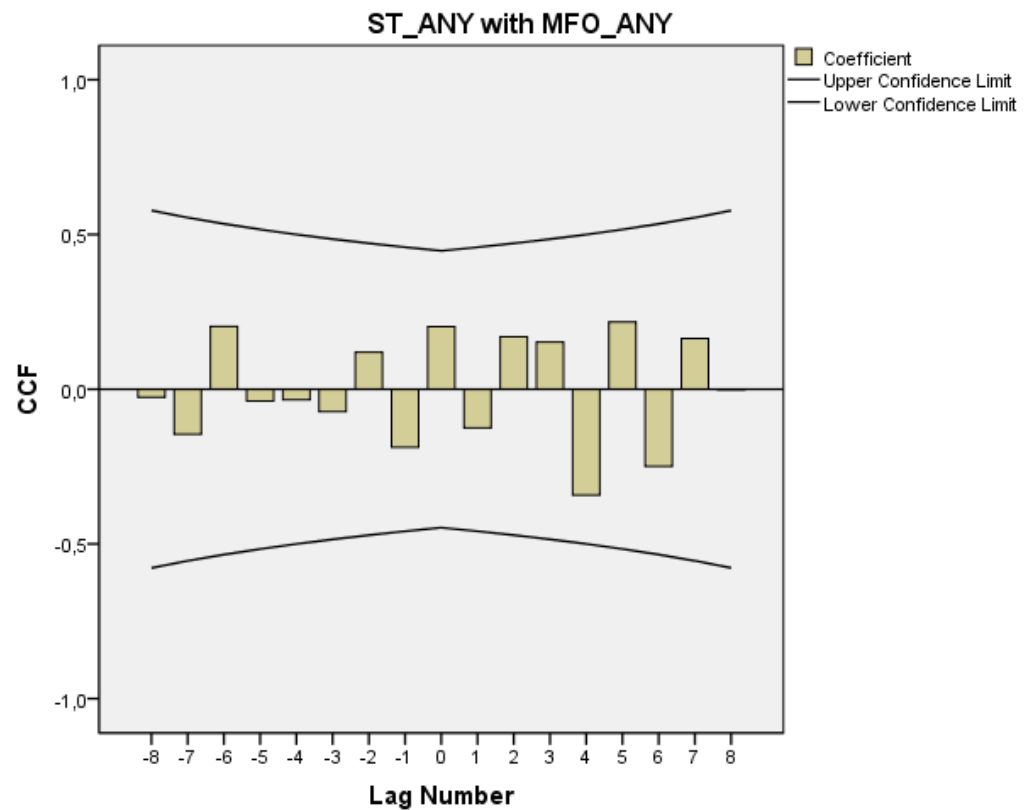
Correlations

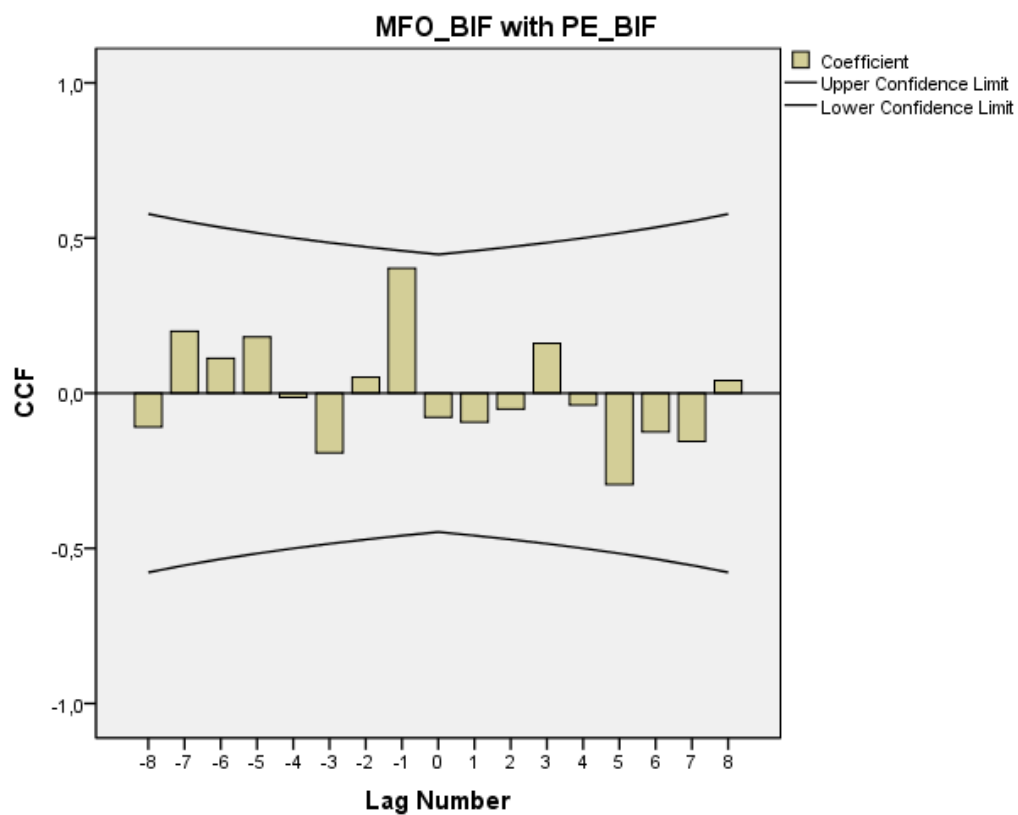
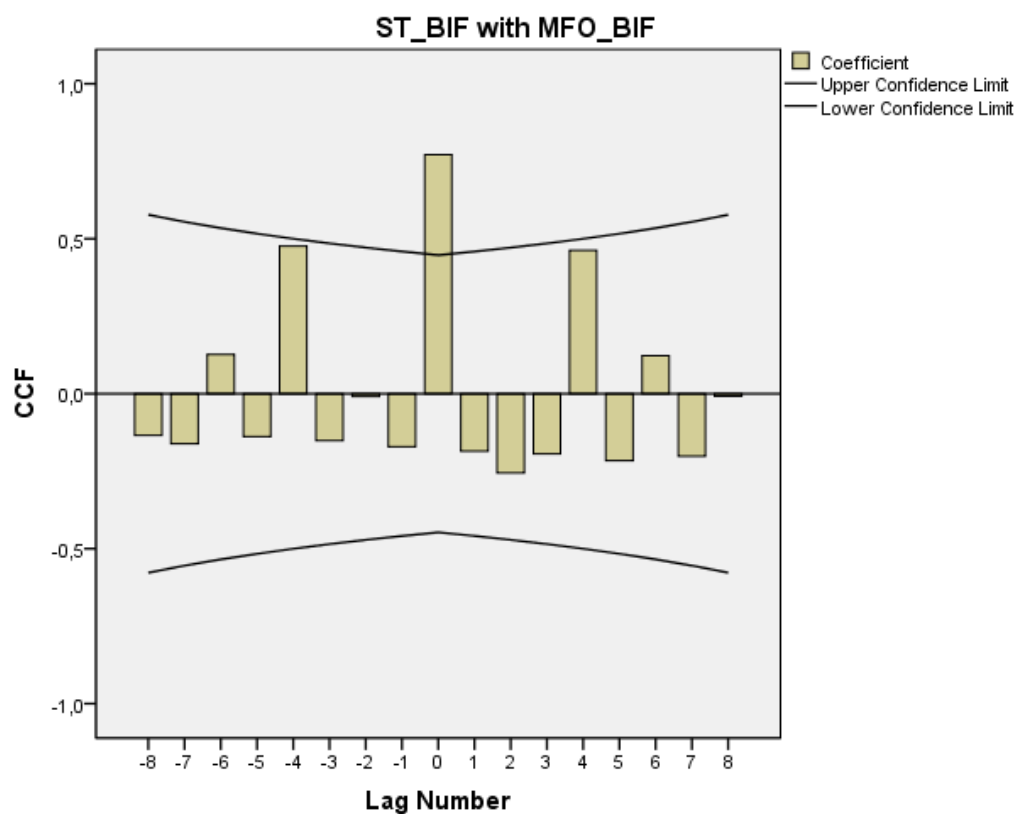
Control Variables			Piaci érték 2009.12. 31.	Átfogó eredmény 2009	Adózás előtti eredmény 2009	EBIT 2009. üzleti év	Saját tőke 2009.12. 31.
-none ^a	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,665	,750	,737	,719
		Significance (2-tailed)		,005	,001	,001	,002
		df	0	14	14	14	14
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,665	1,000	,972	,946	,322
		Significance (2-tailed)	,005		,000	,000	,224
		df	14	0	14	14	14
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,750	,972	1,000	,982	,442
		Significance (2-tailed)	,001	,000		,000	,086
		df	14	14	0	14	14
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,737	,946	,982	1,000	,427
		Significance (2-tailed)	,001	,000	,000		,099
		df	14	14	14	0	14
	Saját tőke 2009.12.31.	Correlation	,719	,322	,442	,427	1,000
		Significance (2-tailed)	,002	,224	,086	,099	
		df	14	14	14	14	0
Saját tőke 2009.12.31.	Piaci érték 2009.12.31.	Correlation	1,000	,659	,693	,684	
		Significance (2-tailed)		,008	,004	,005	
		df	0	13	13	13	
	Átfogó eredmény 2009	Correlation	,659	1,000	,977	,944	
		Significance (2-tailed)	,008		,000	,000	
		df	13	0	13	13	
	Adózás előtti eredmény 2009	Correlation	,693	,977	1,000	,978	
		Significance (2-tailed)	,004	,000		,000	
		df	13	13	0	13	
	EBIT 2009. üzleti év	Correlation	,684	,944	,978	1,000	
		Significance (2-tailed)	,005	,000	,000		
		df	13	13	13	0	

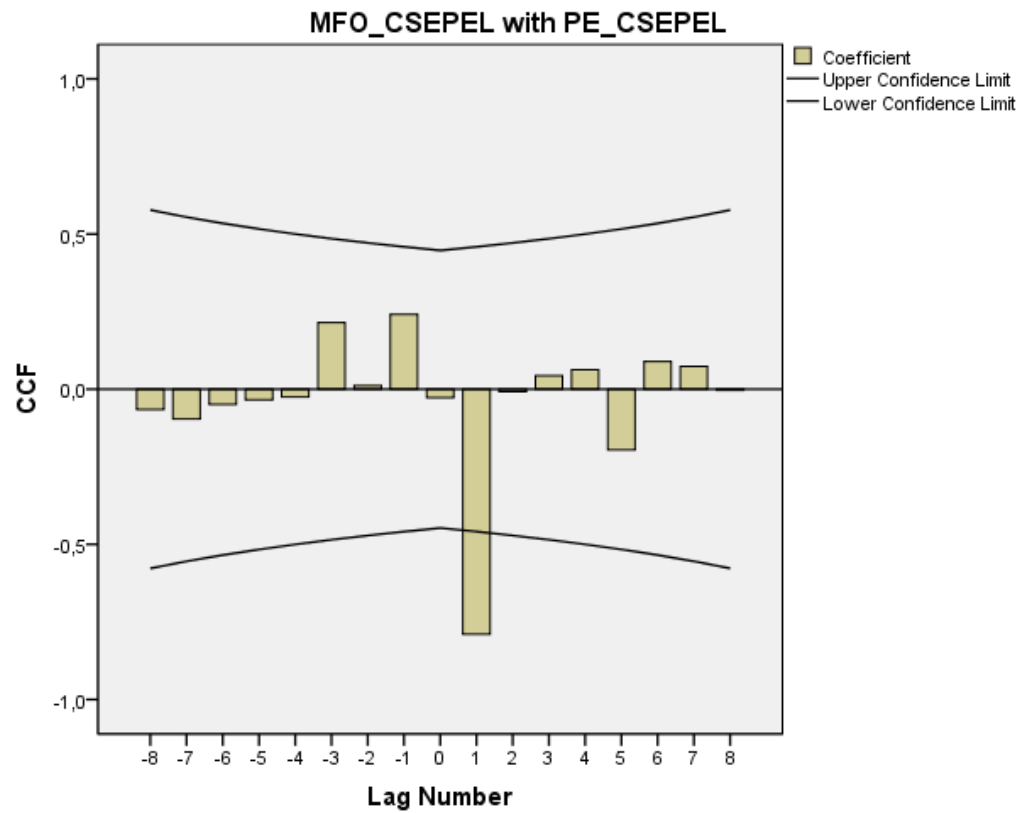
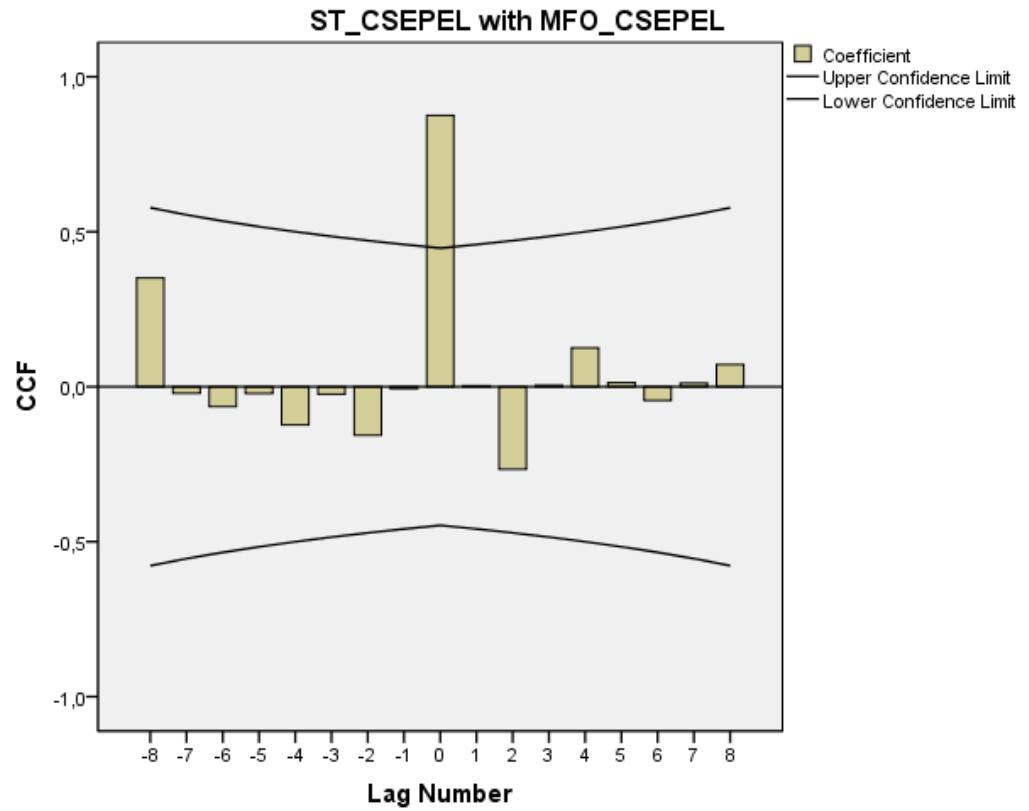
a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

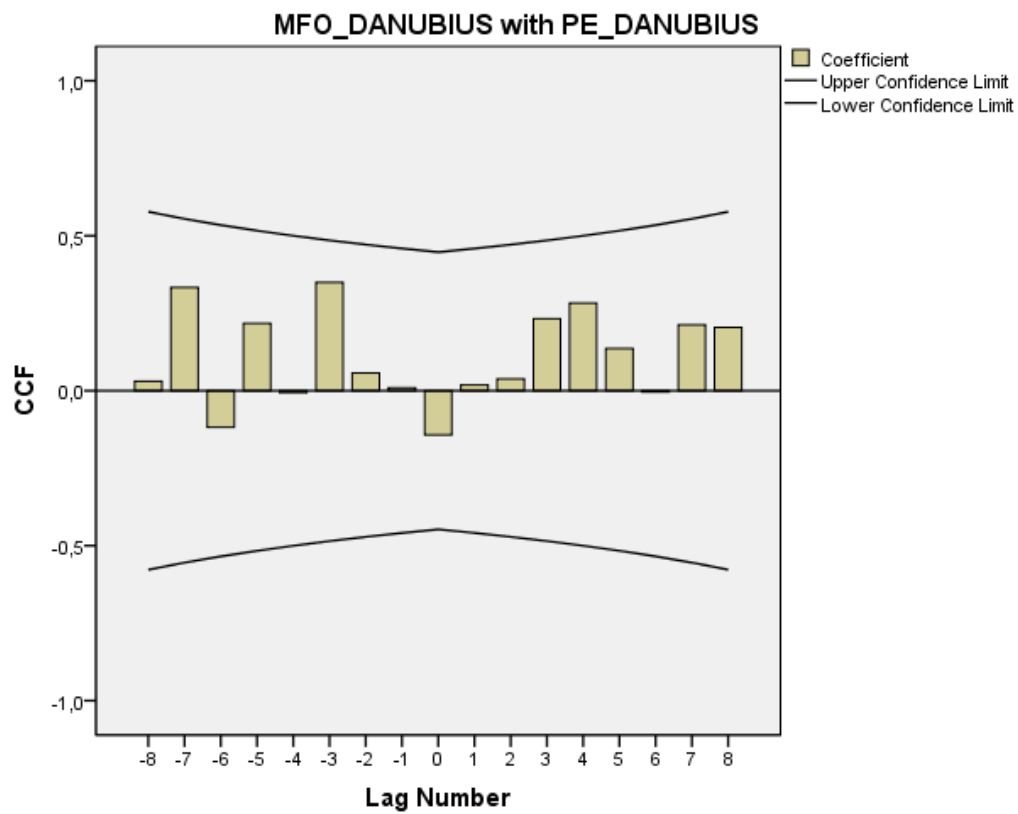
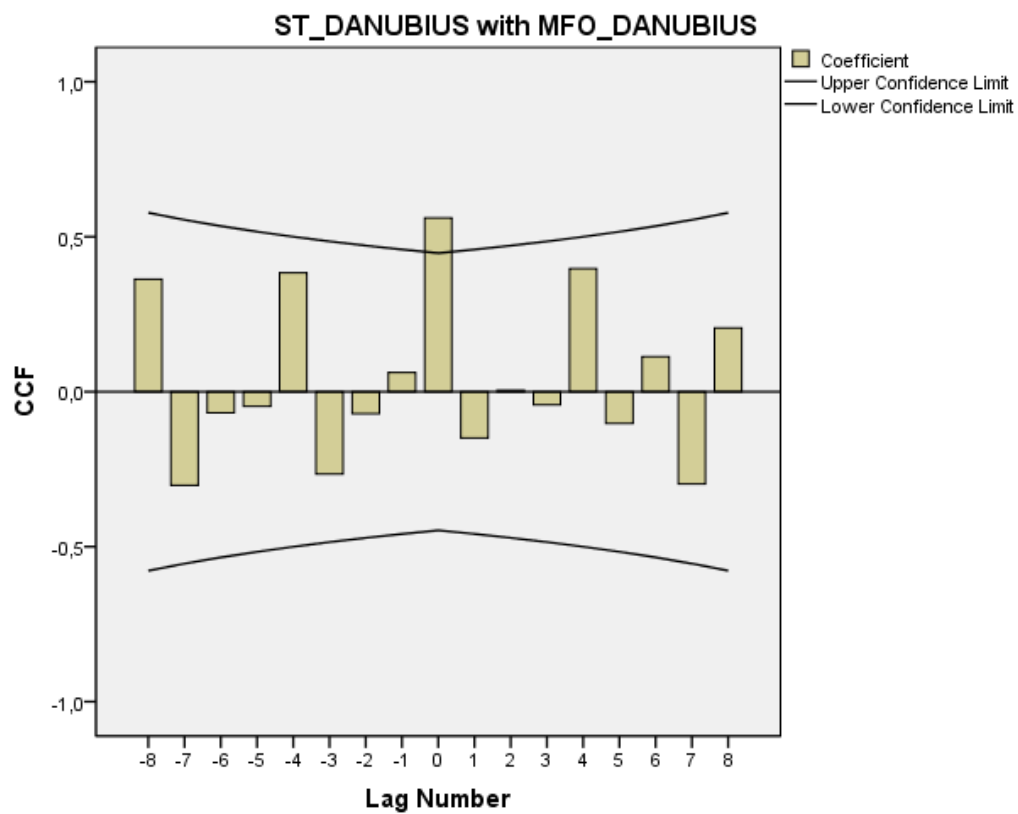
3. MELLÉKLET: A KERESZTKORRELÁCIÓS VIZSGÁLATOK

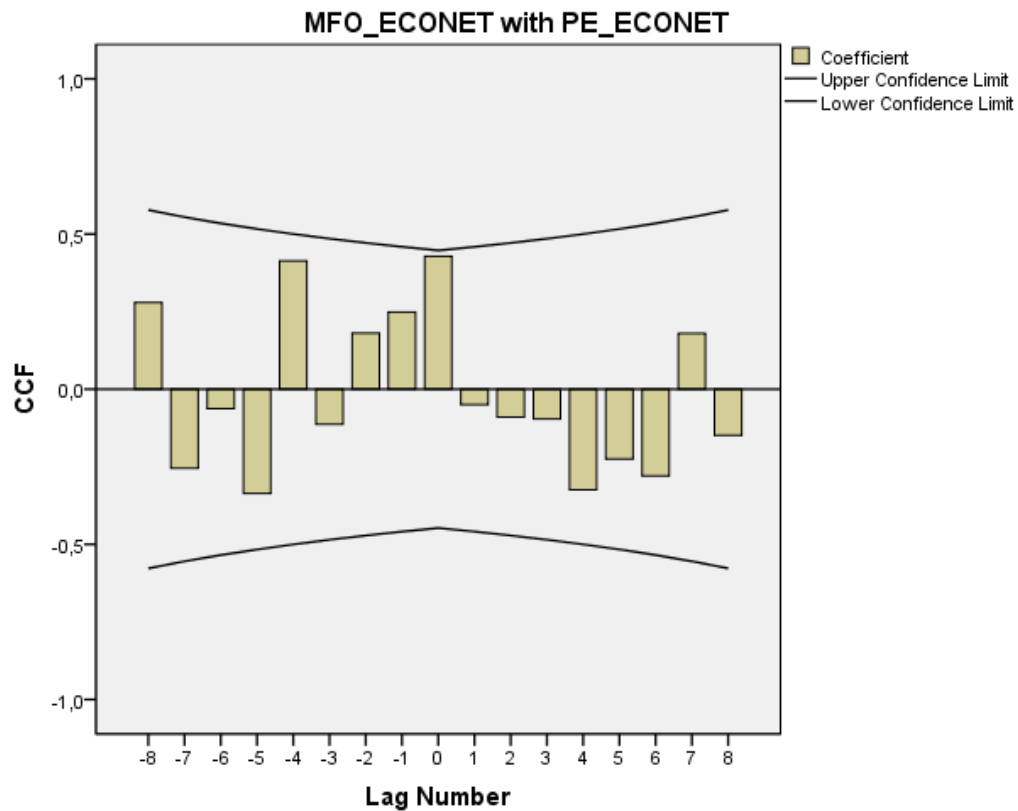
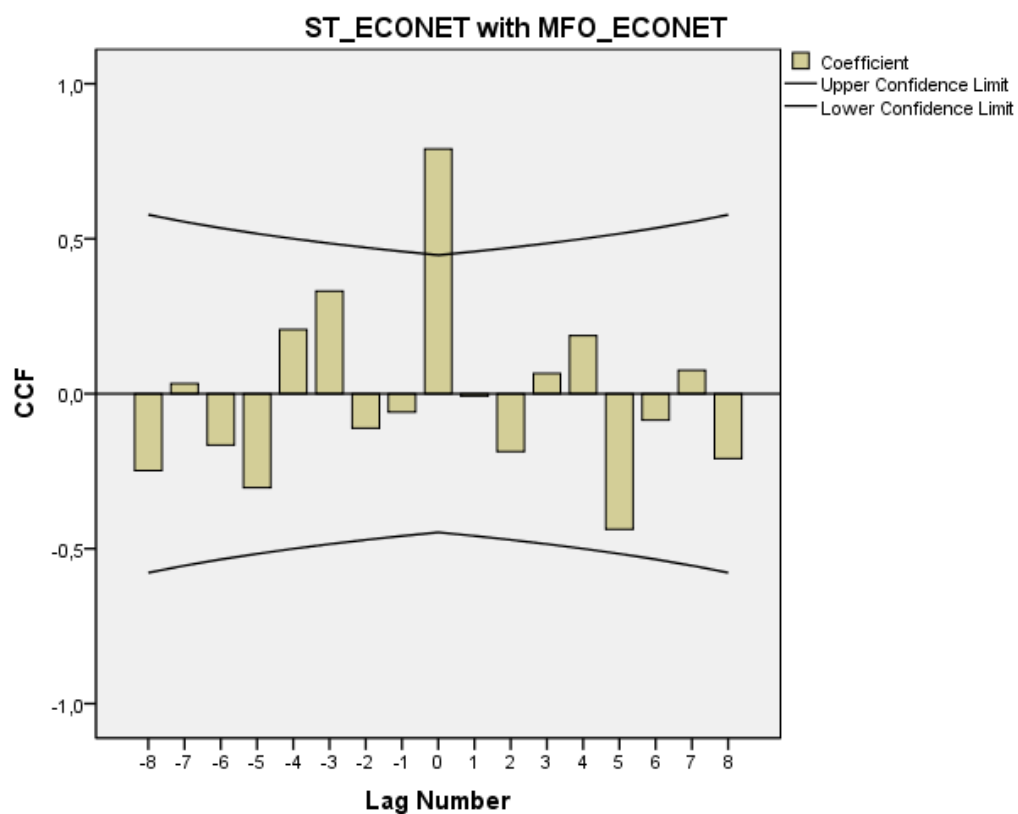
EREDMÉNYÁBRÁI

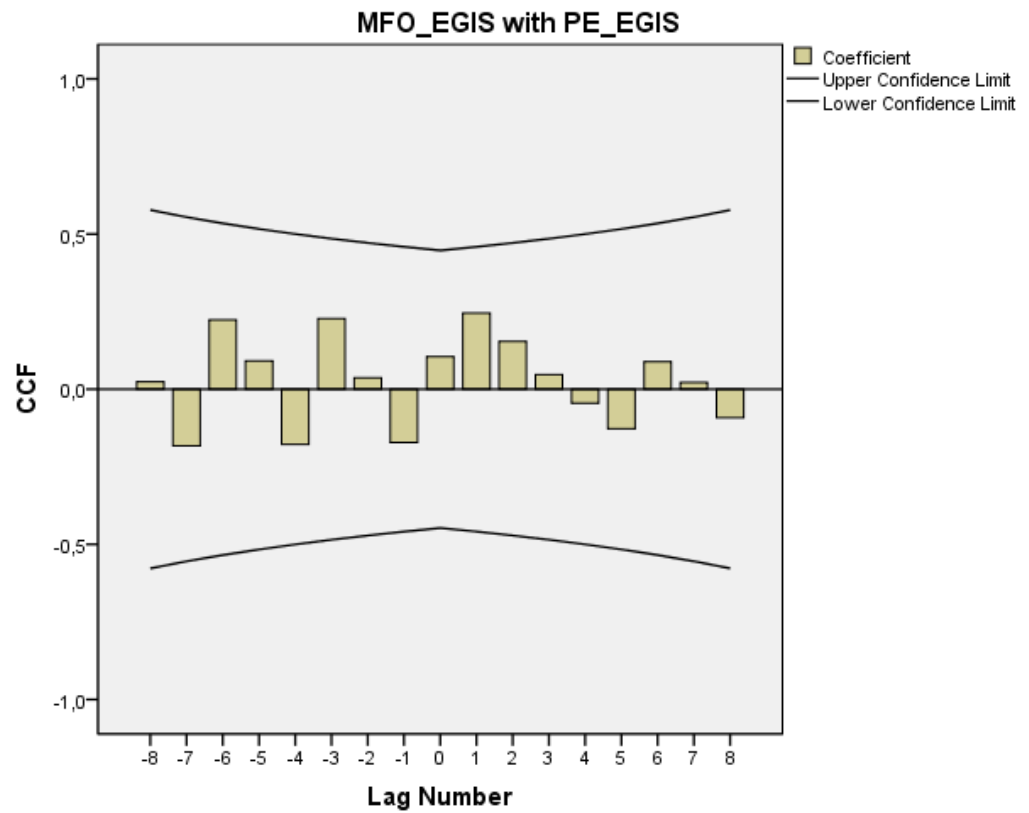
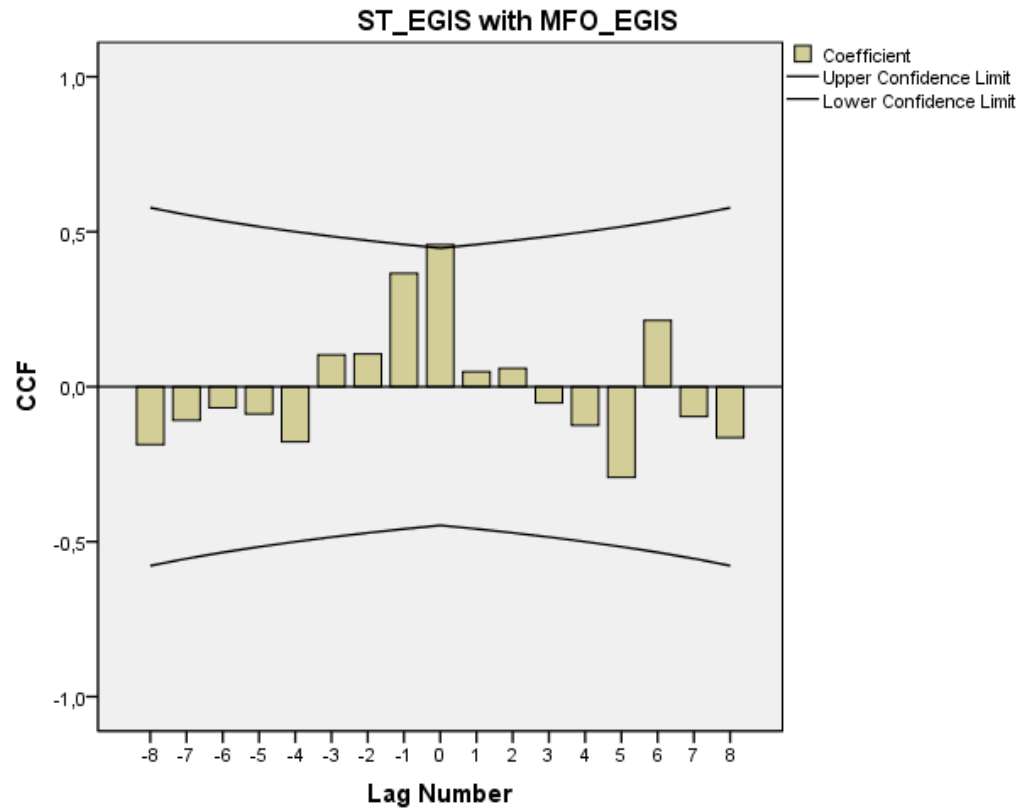


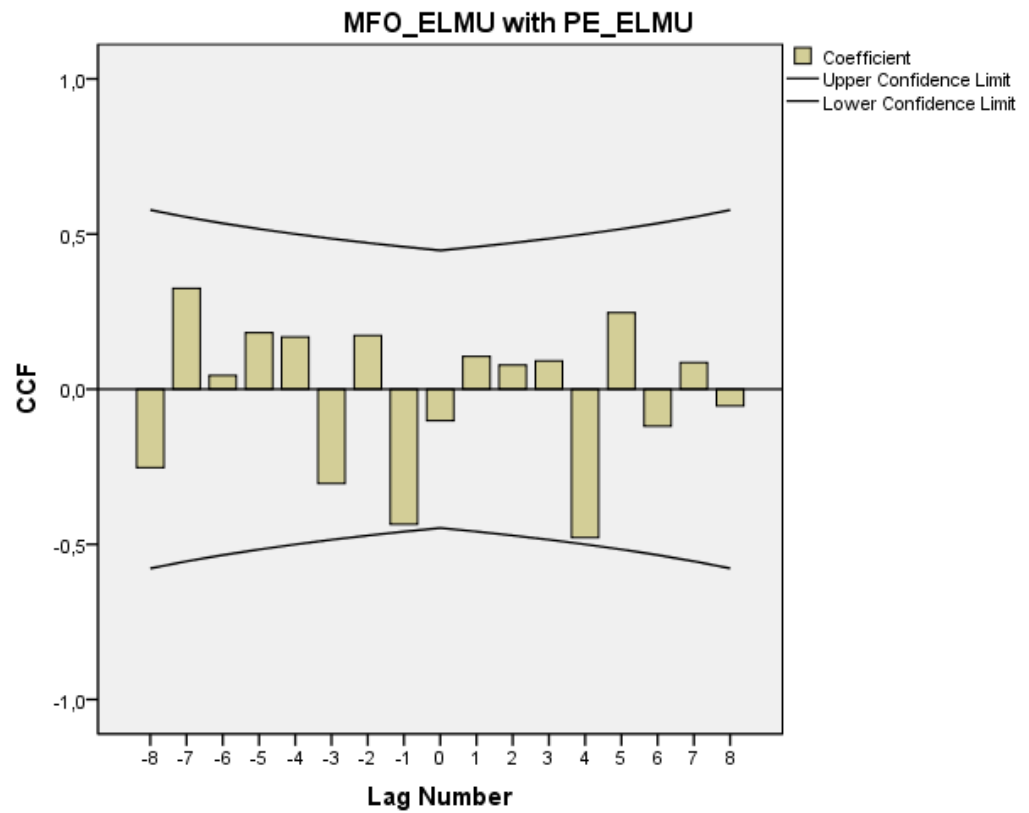
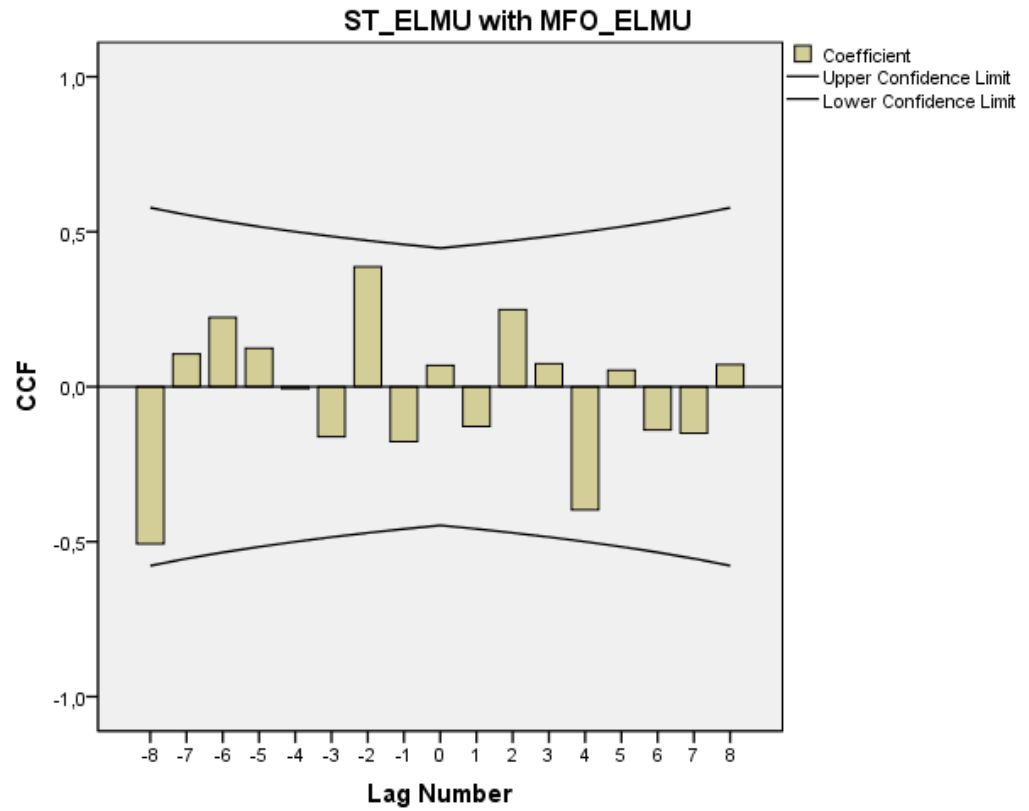


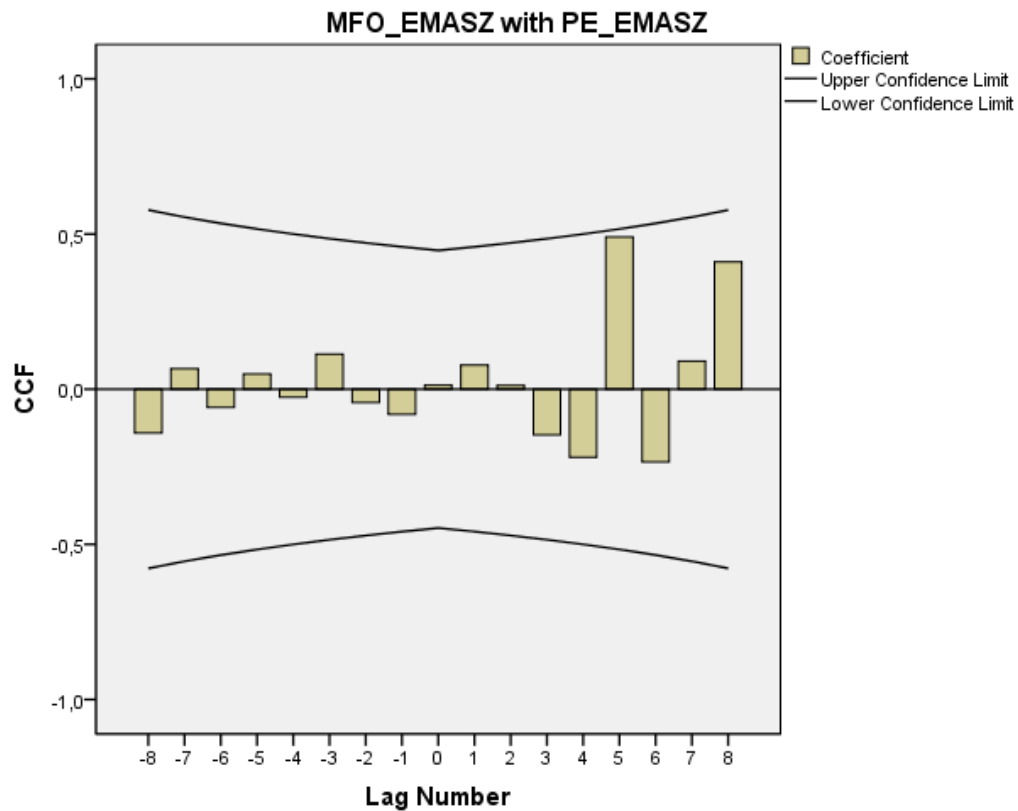
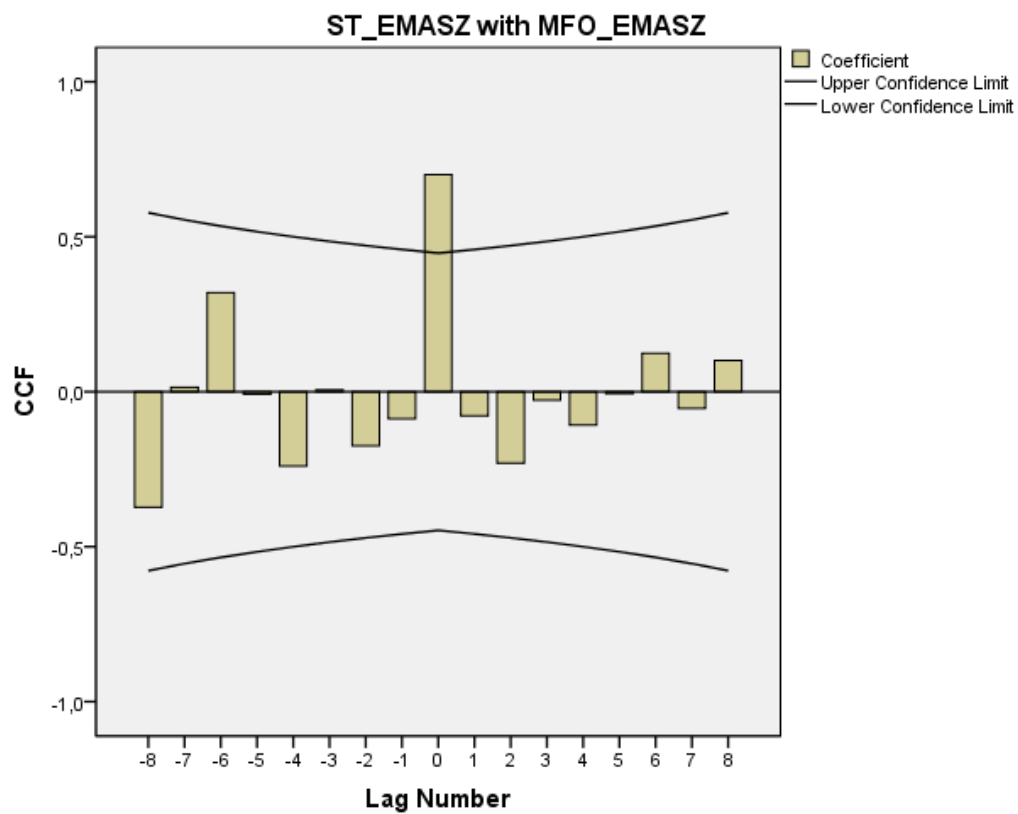


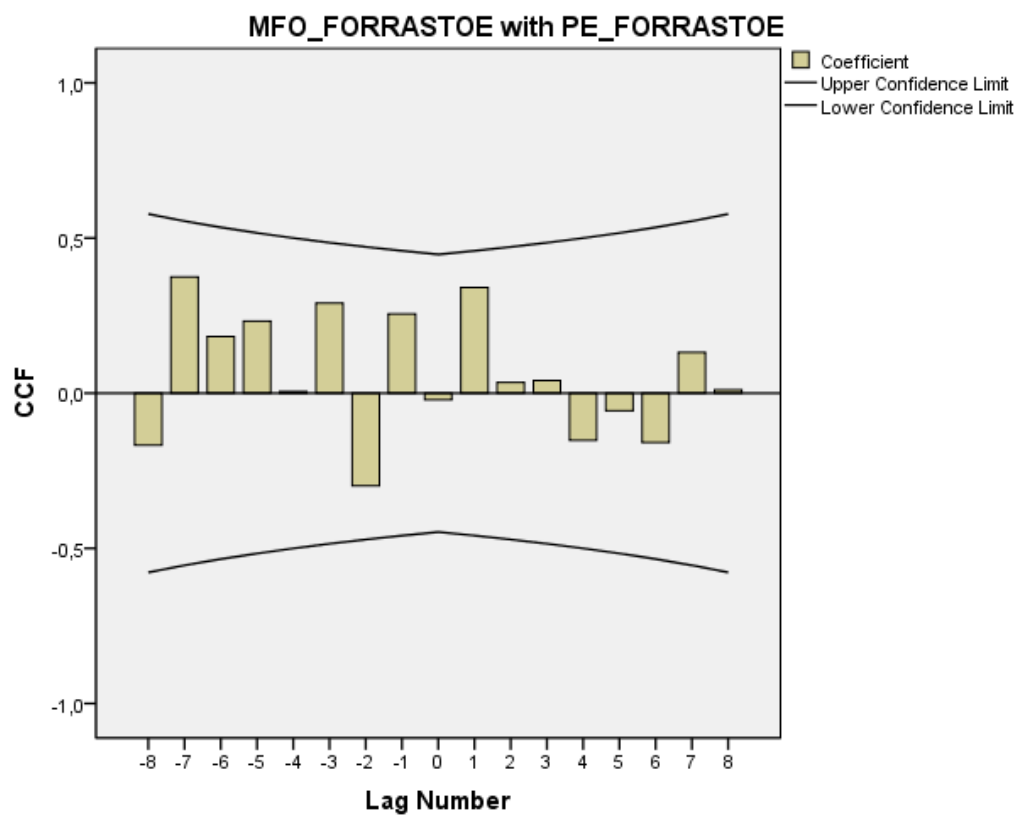
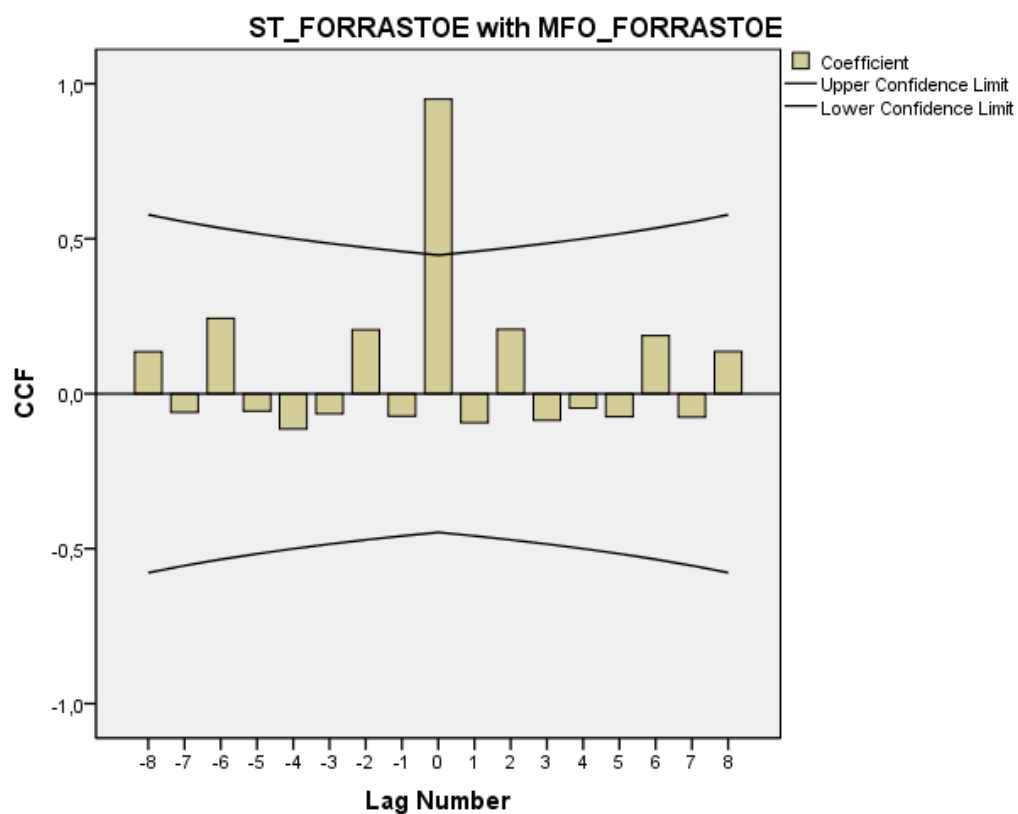


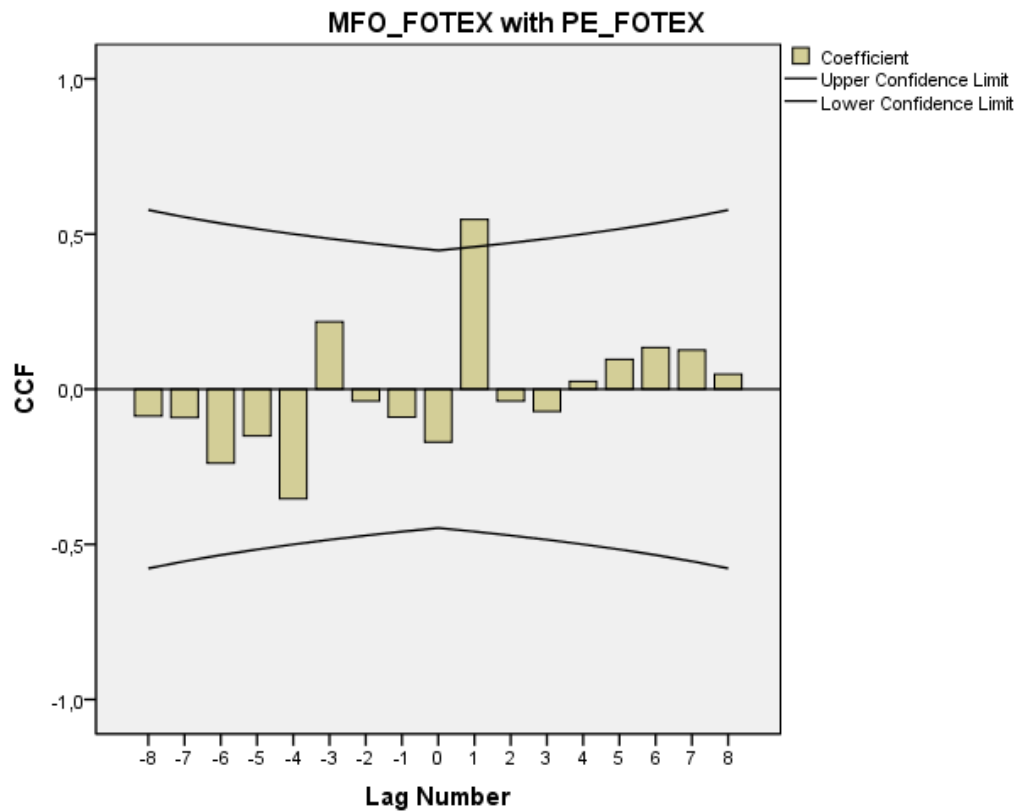
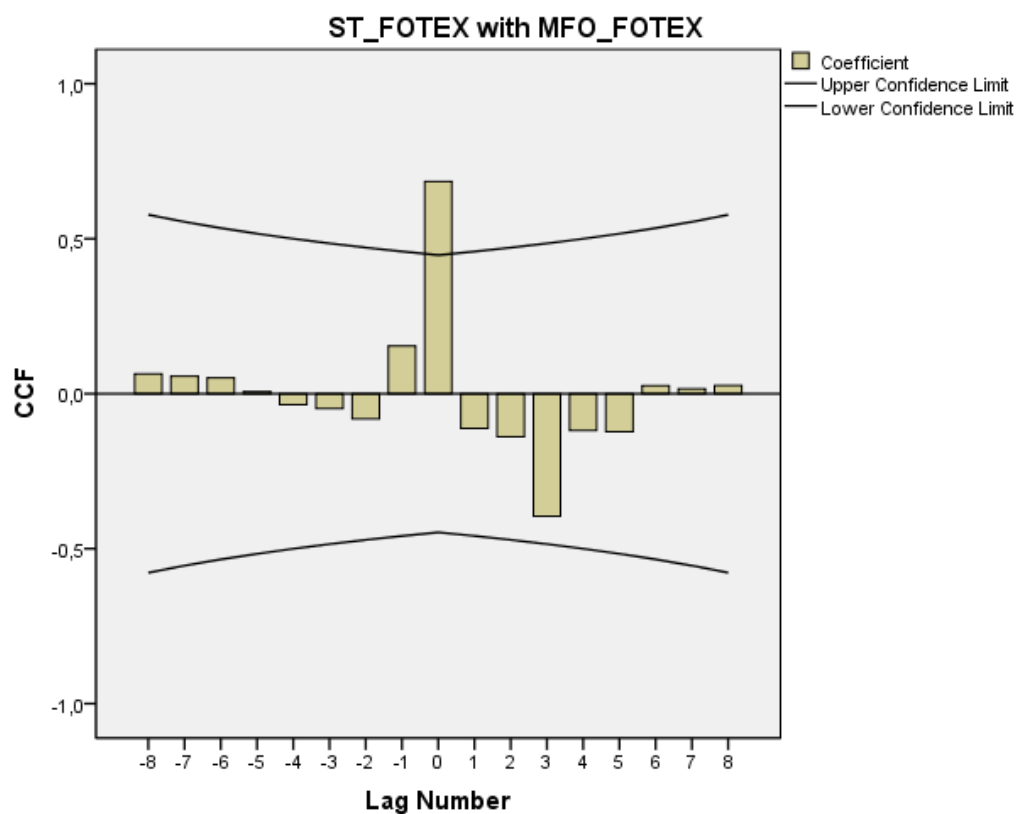


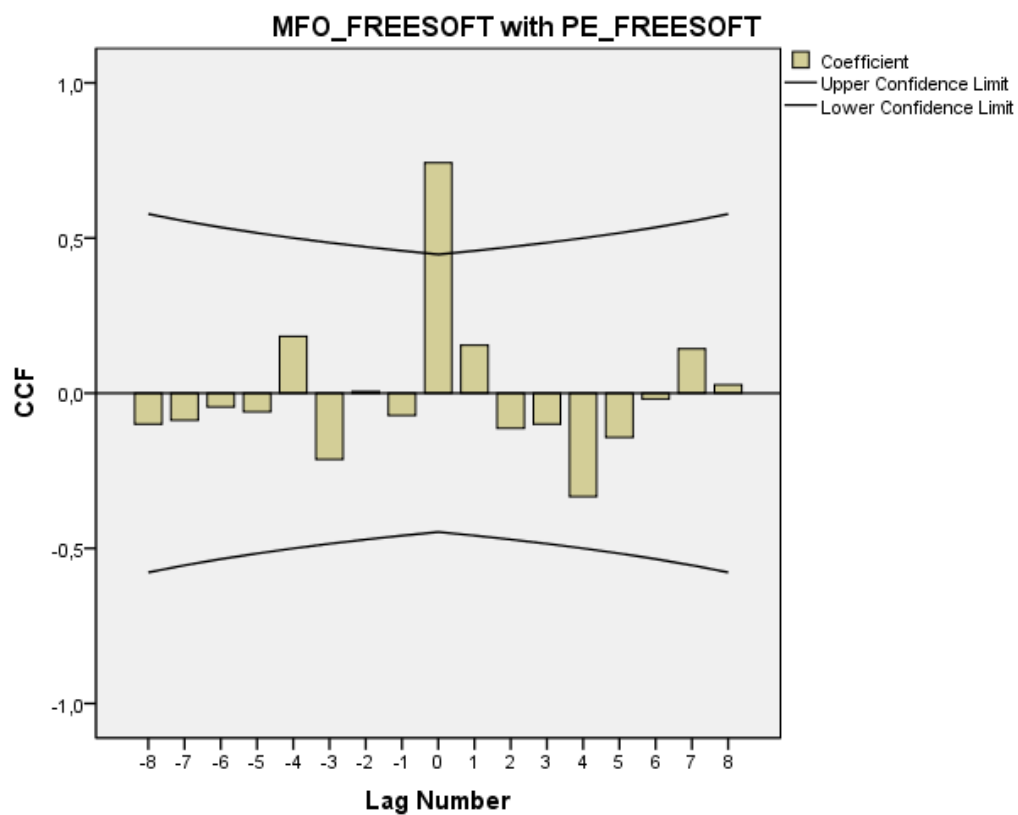
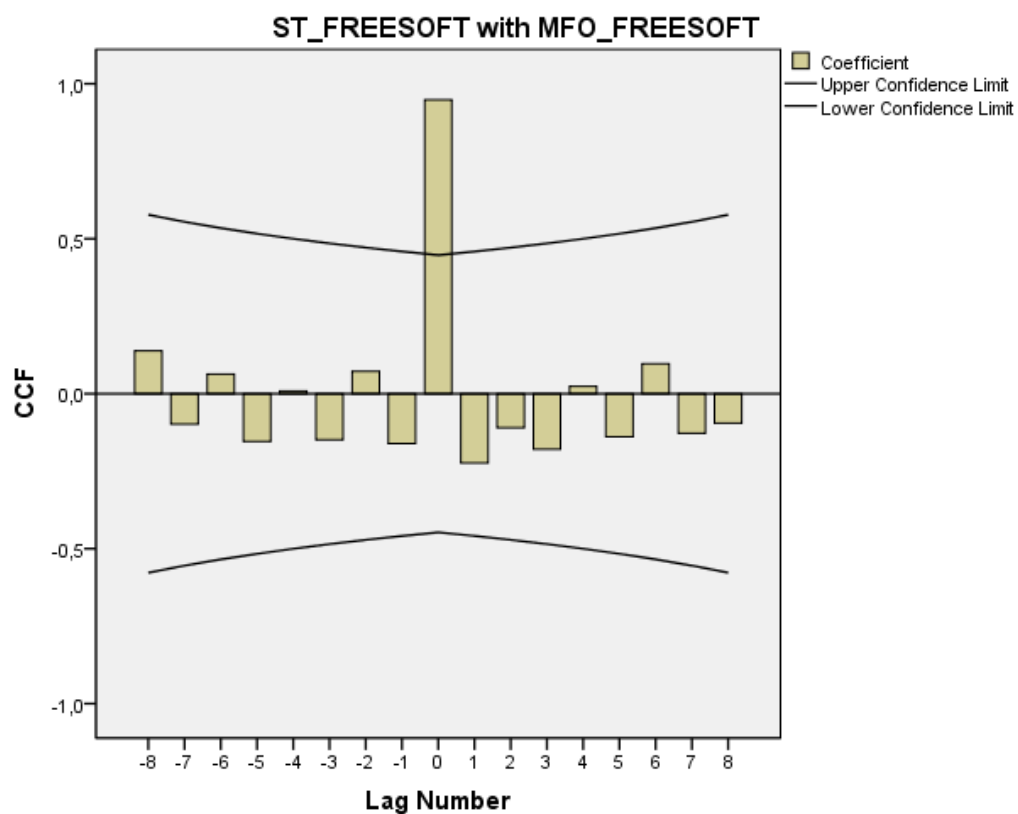


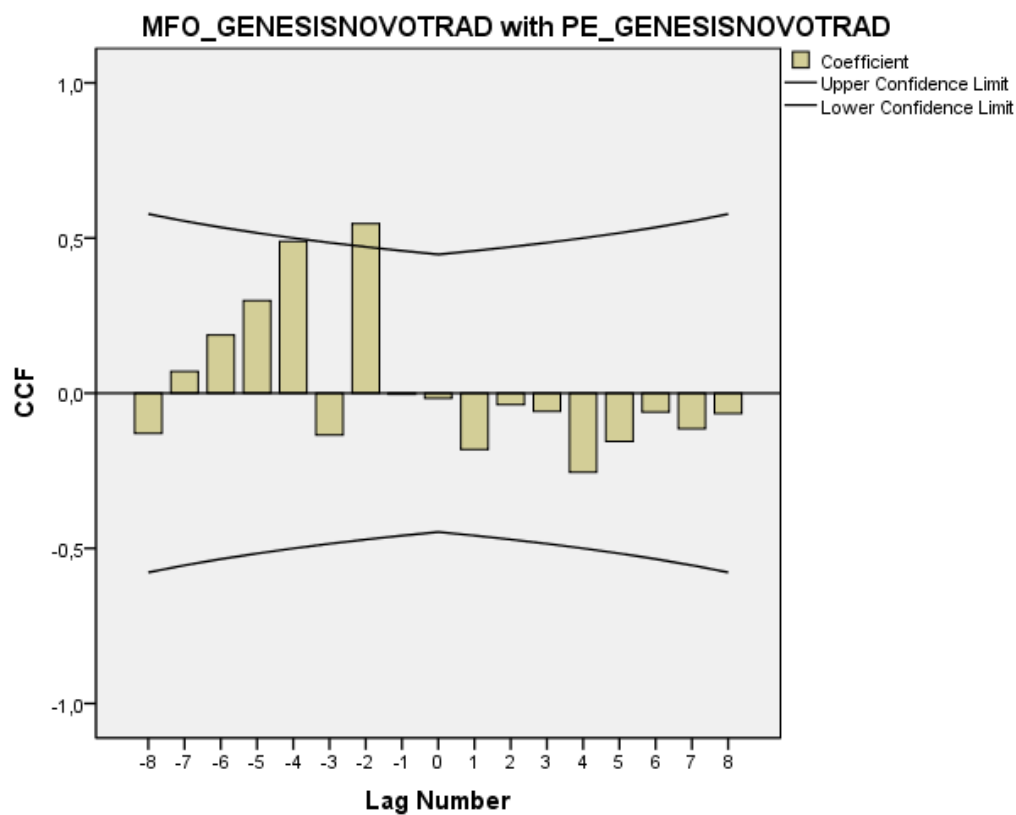
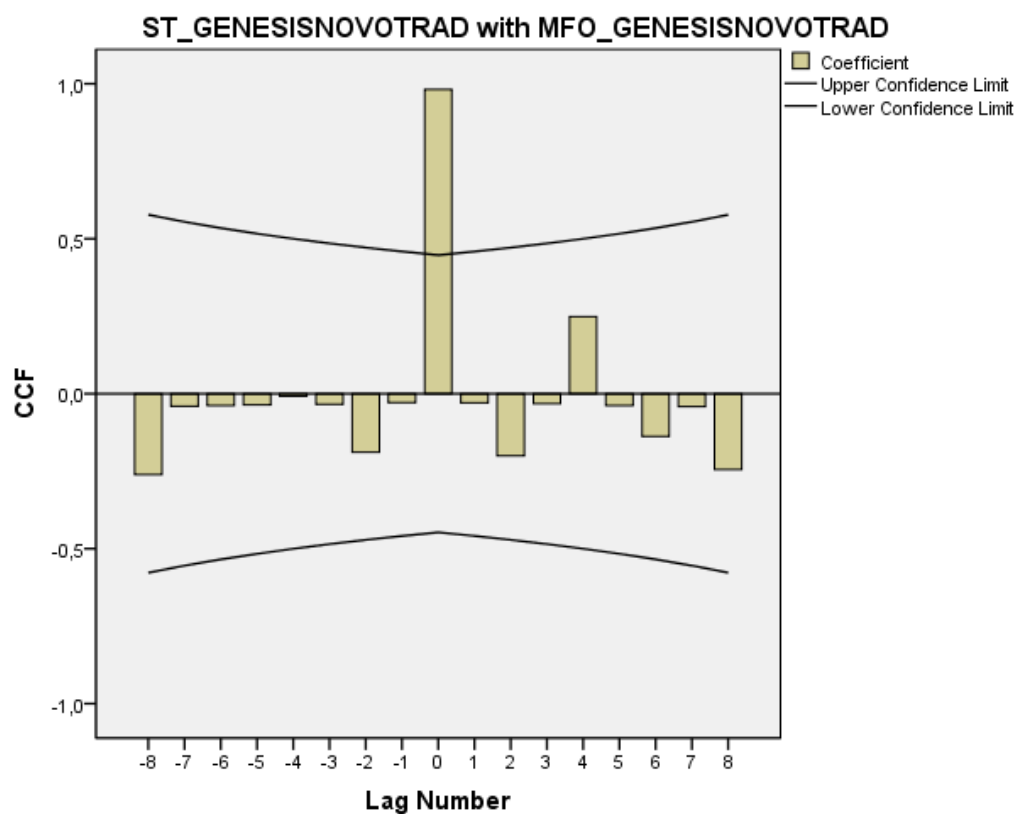


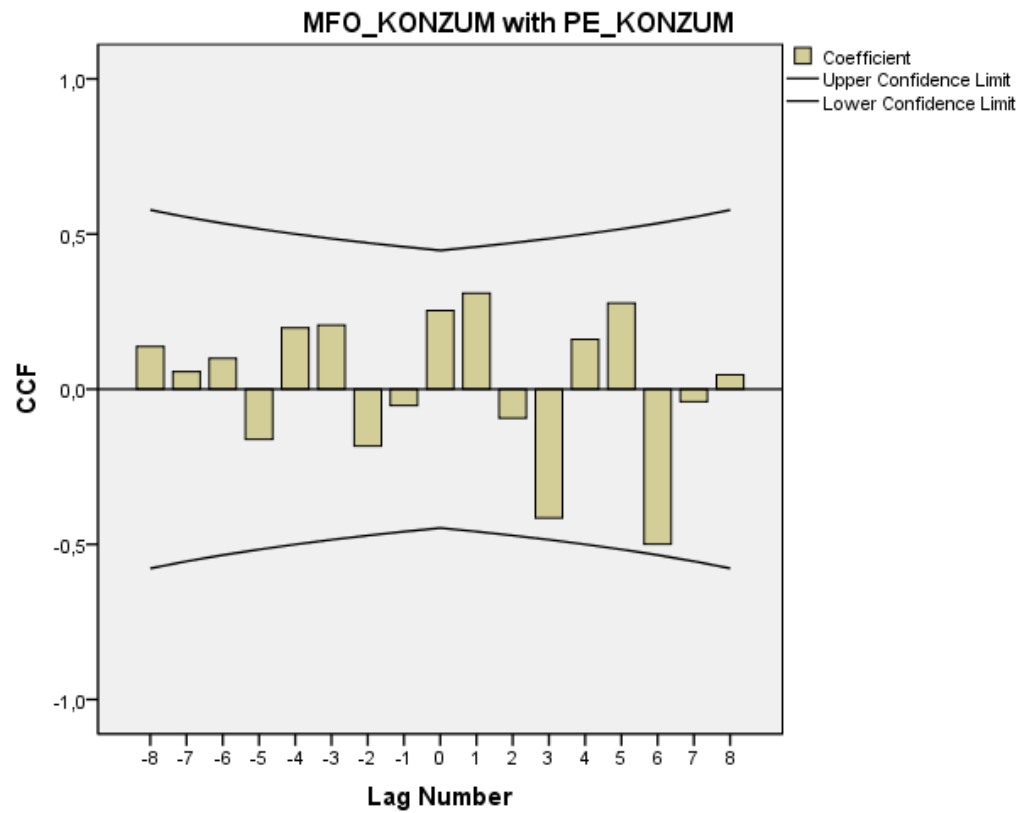
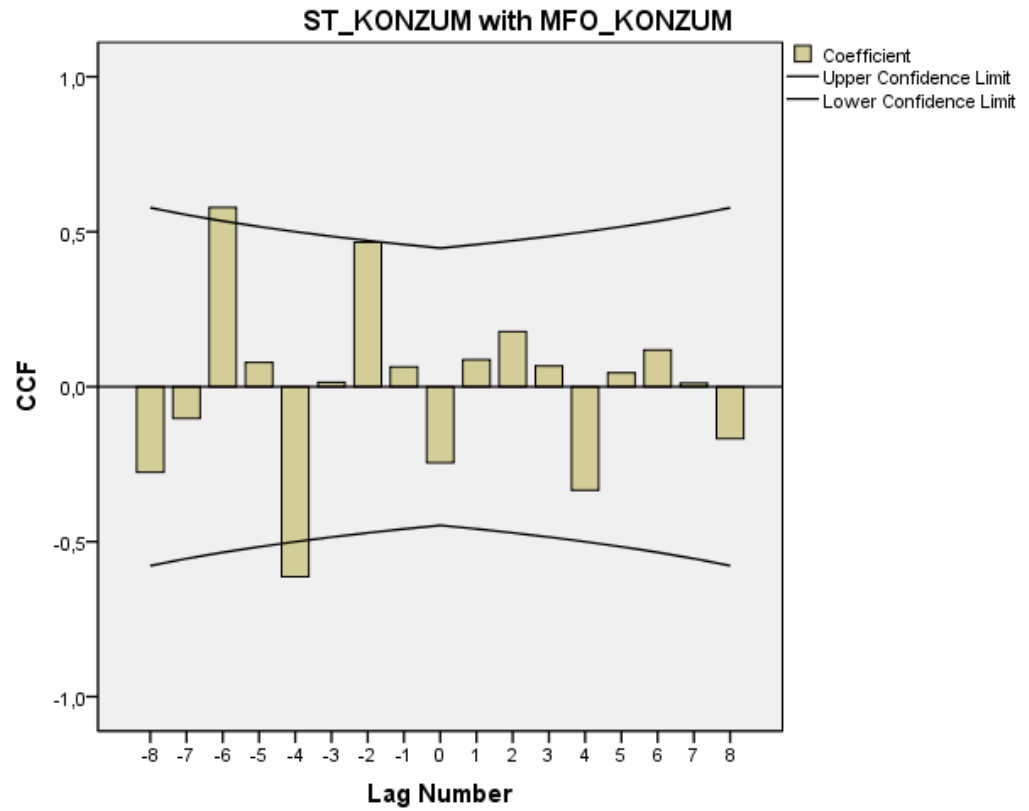


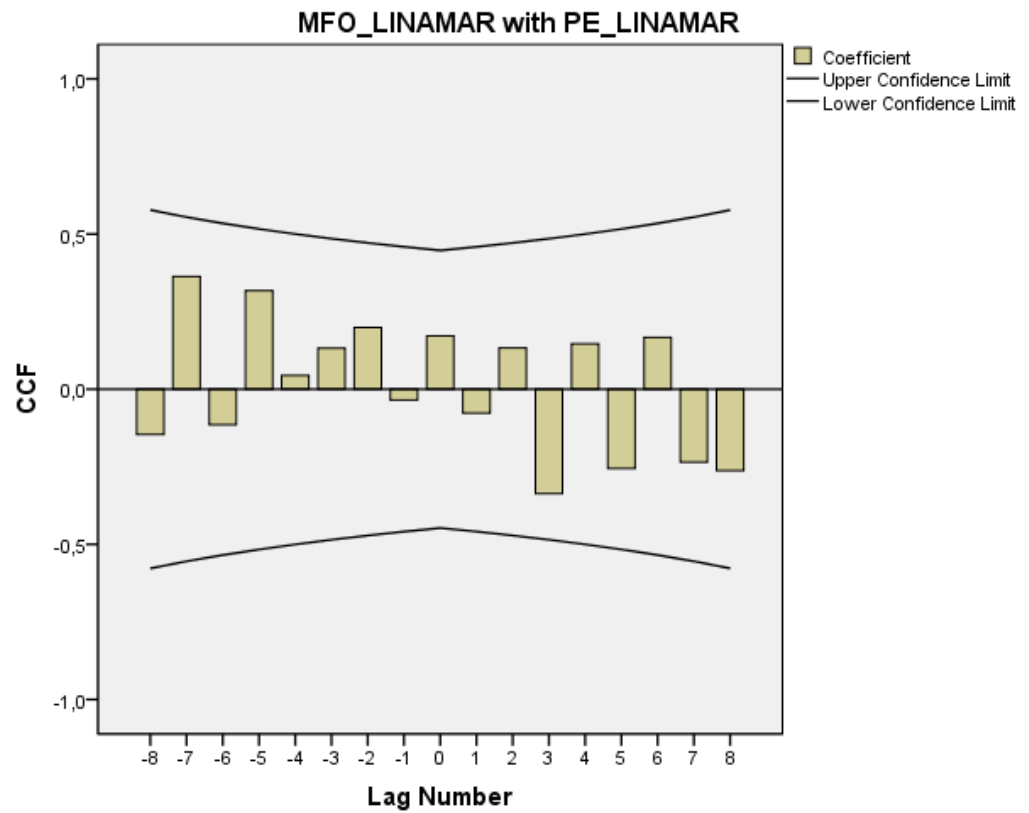
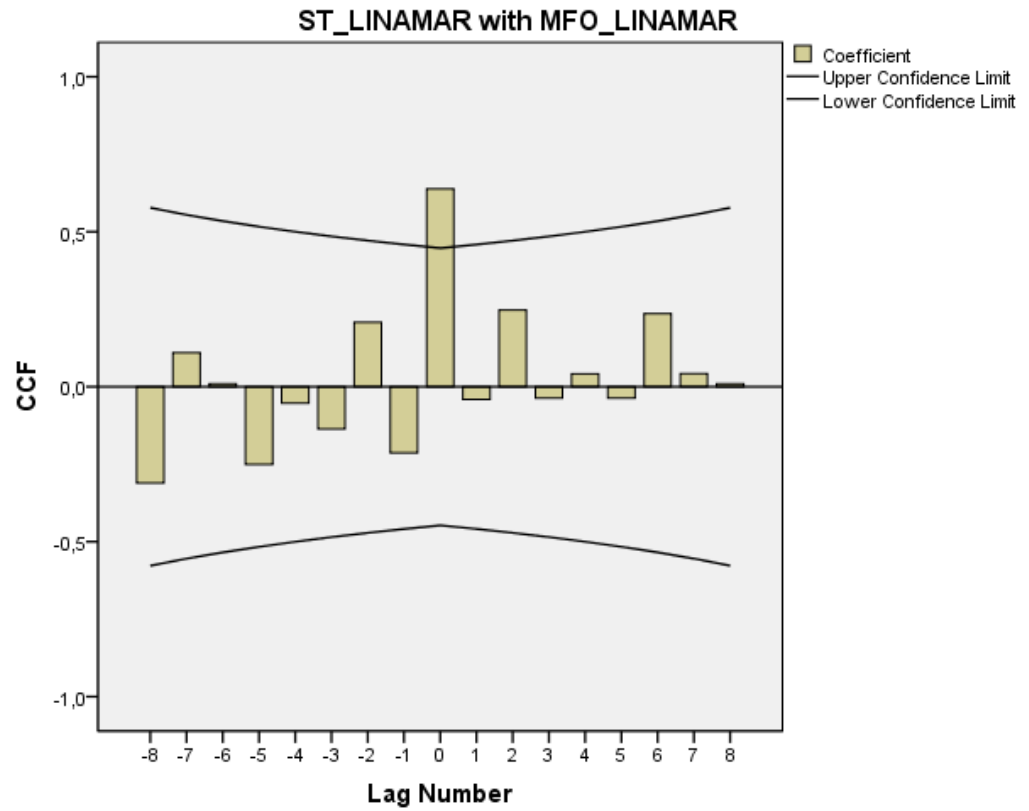


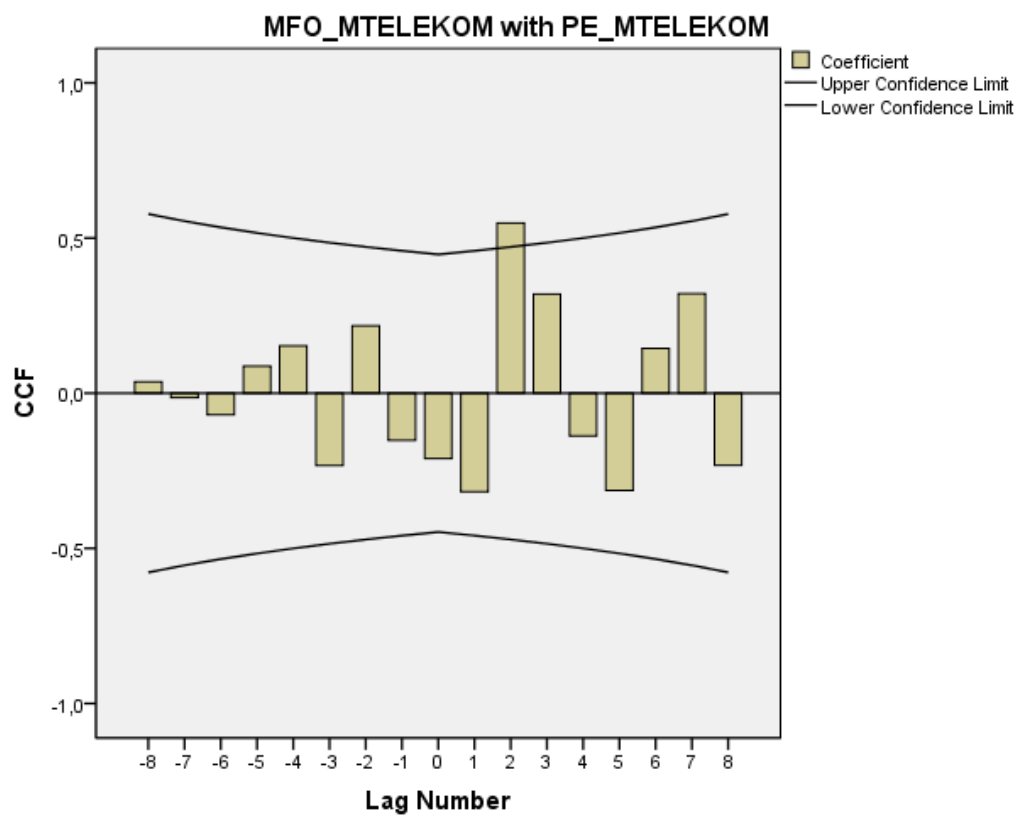
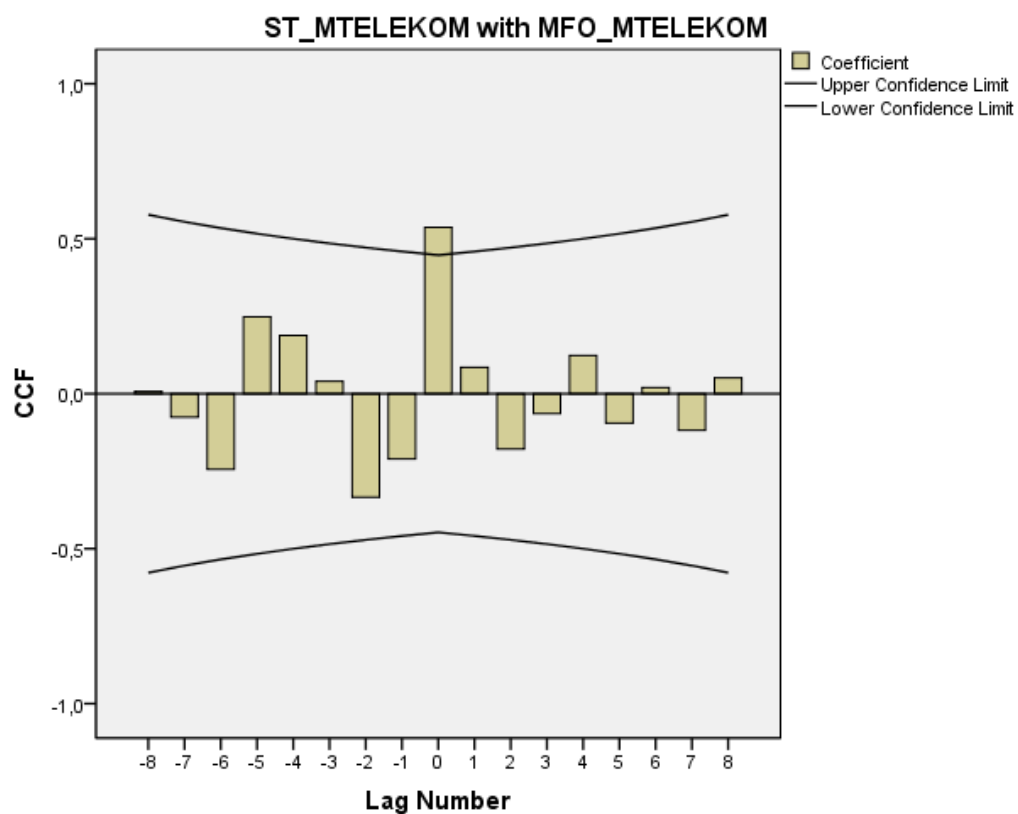


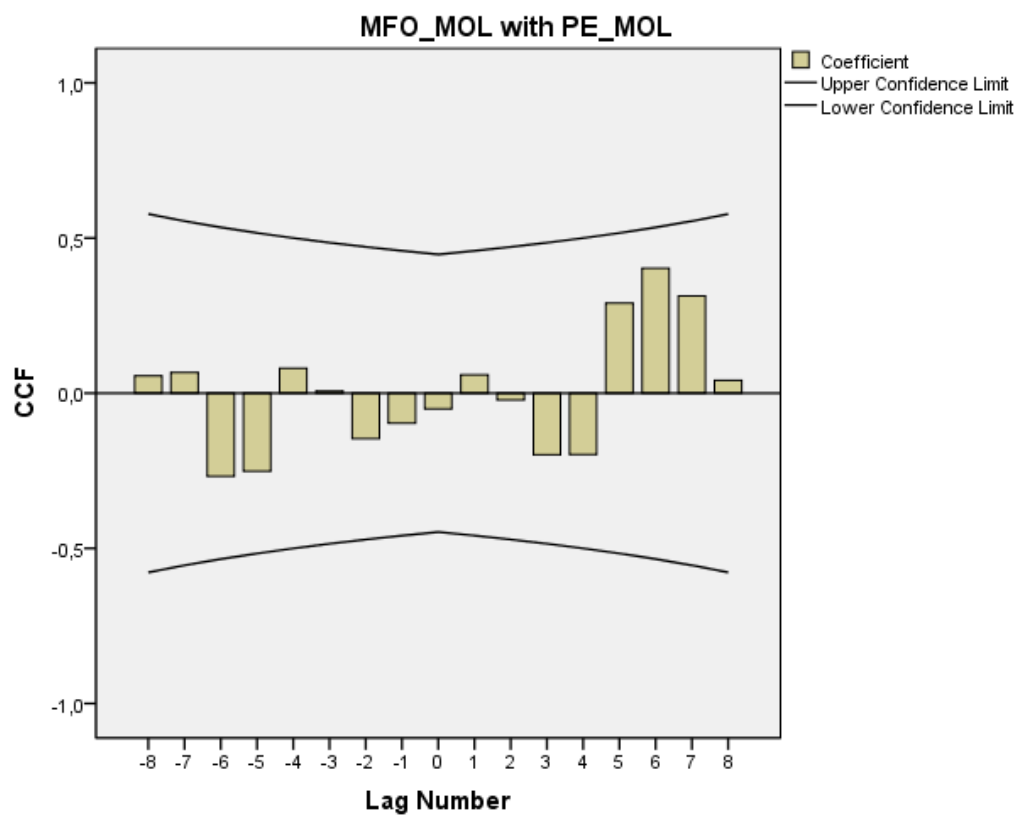
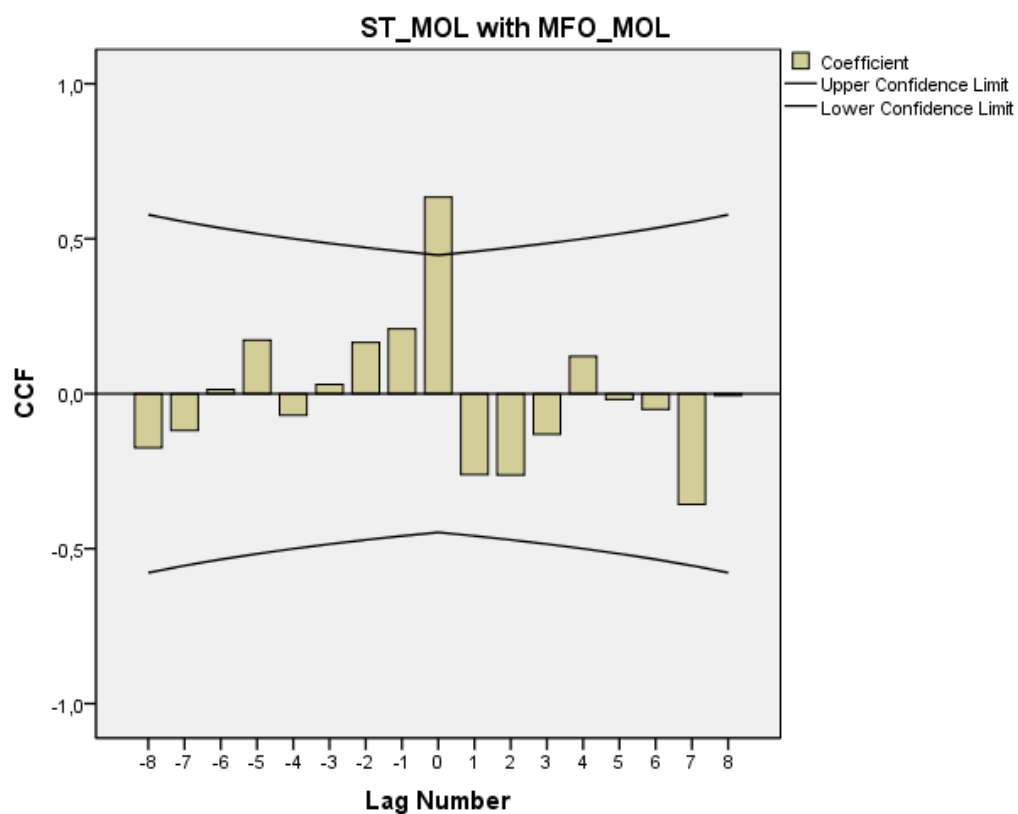


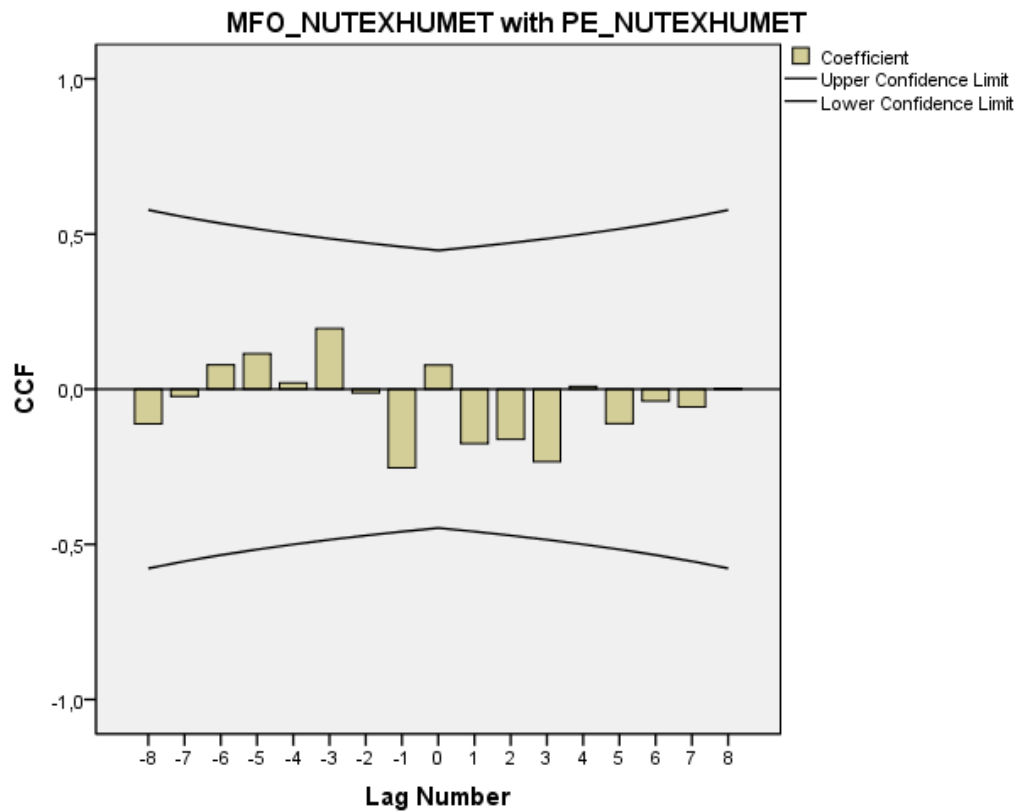
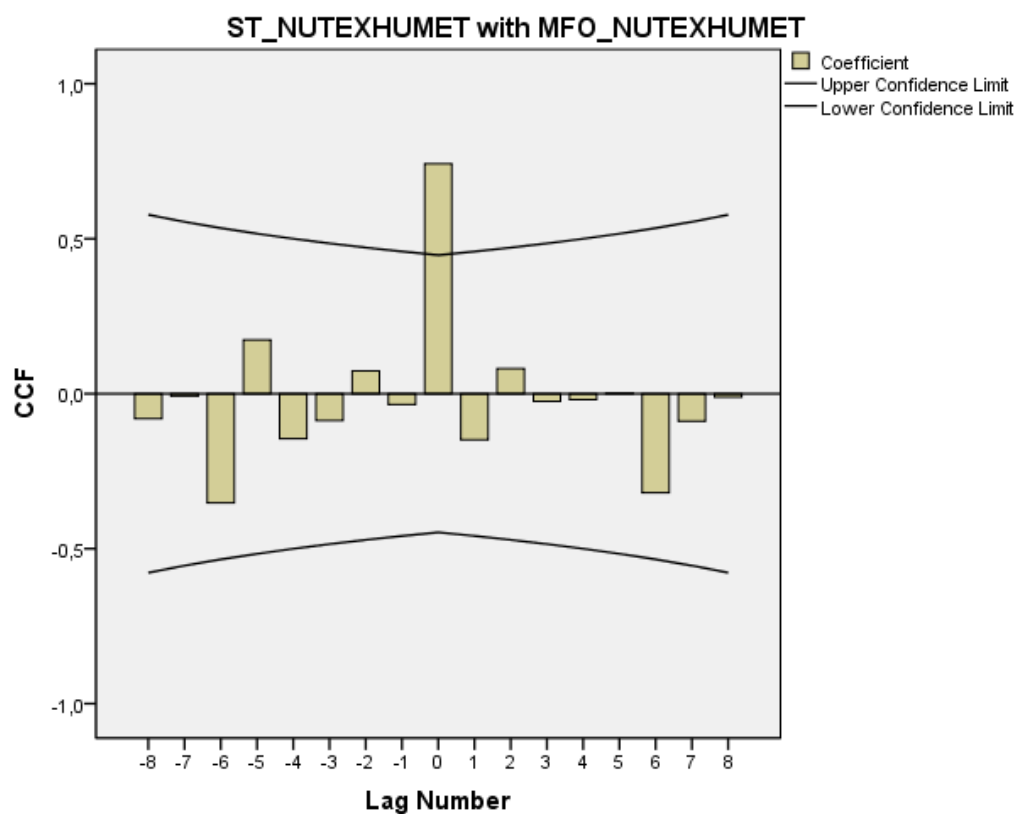


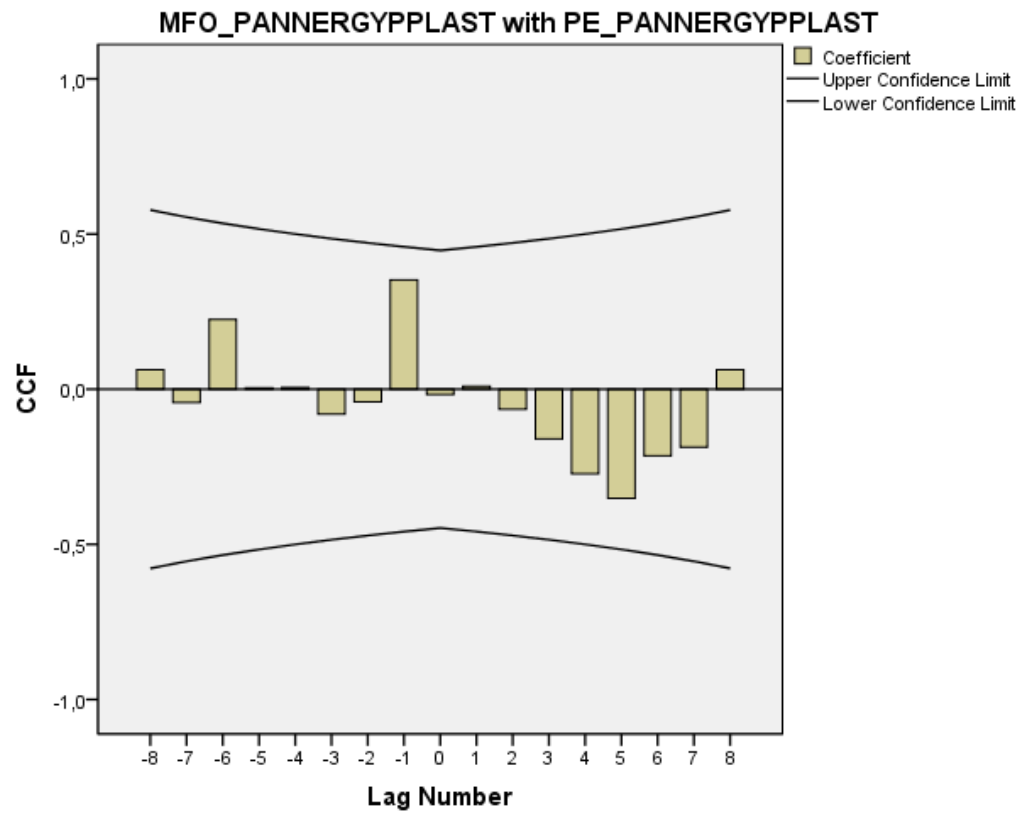
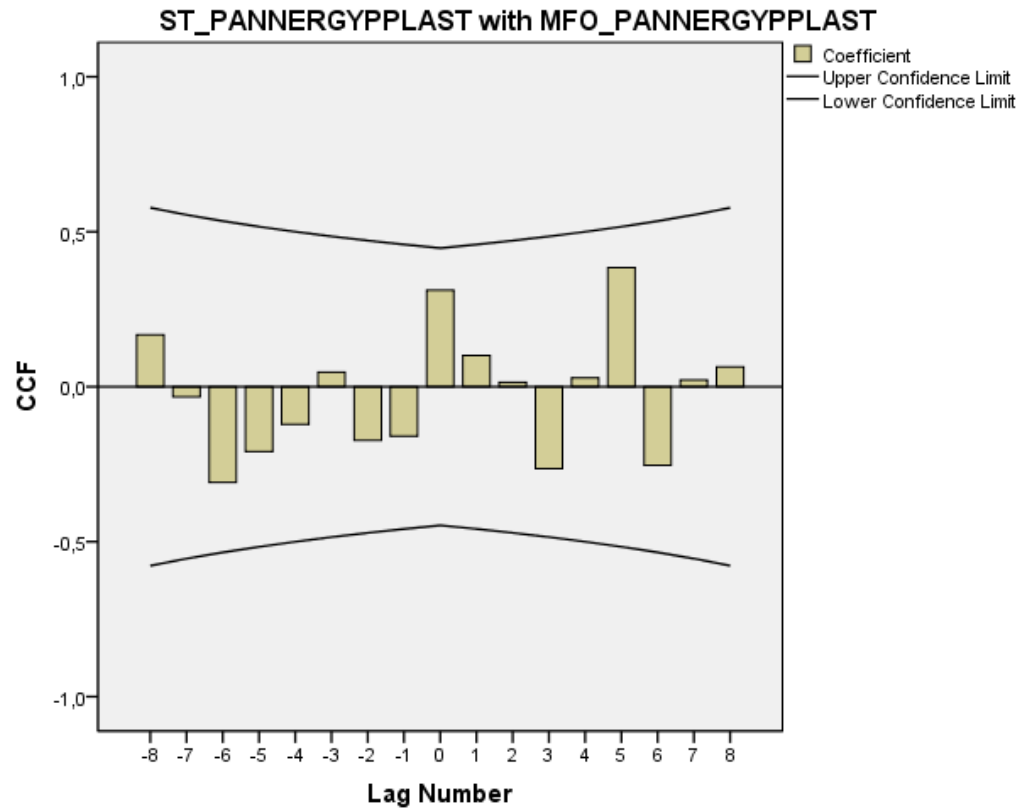


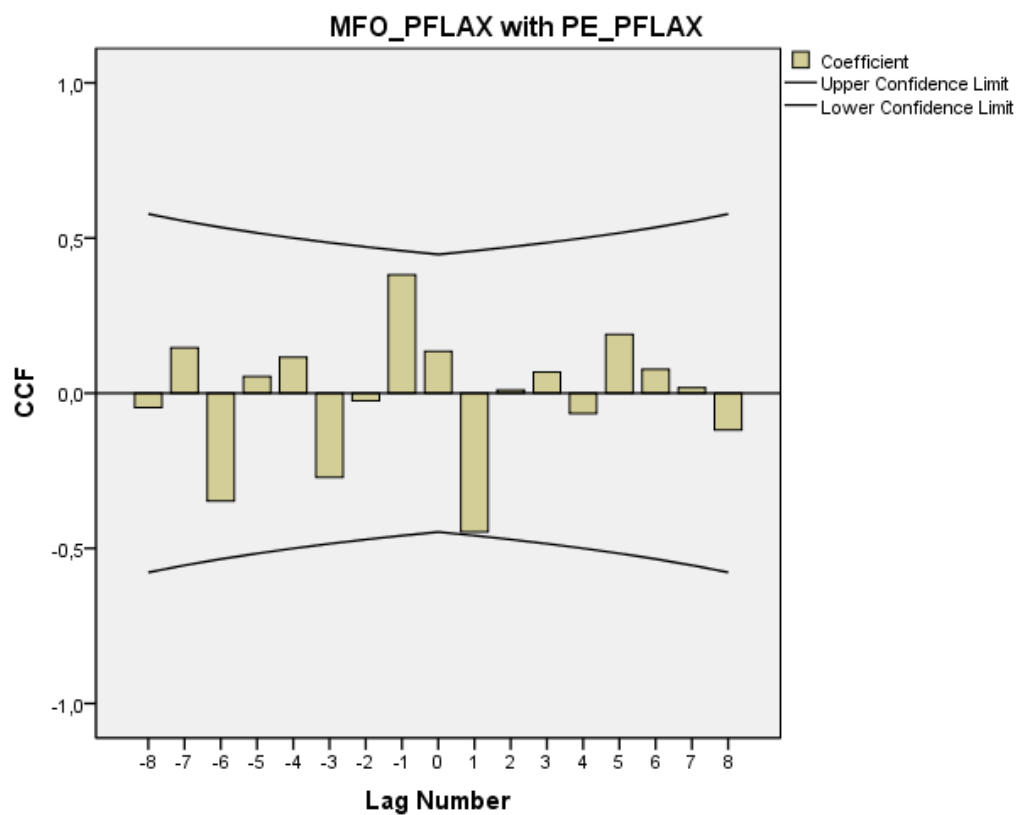
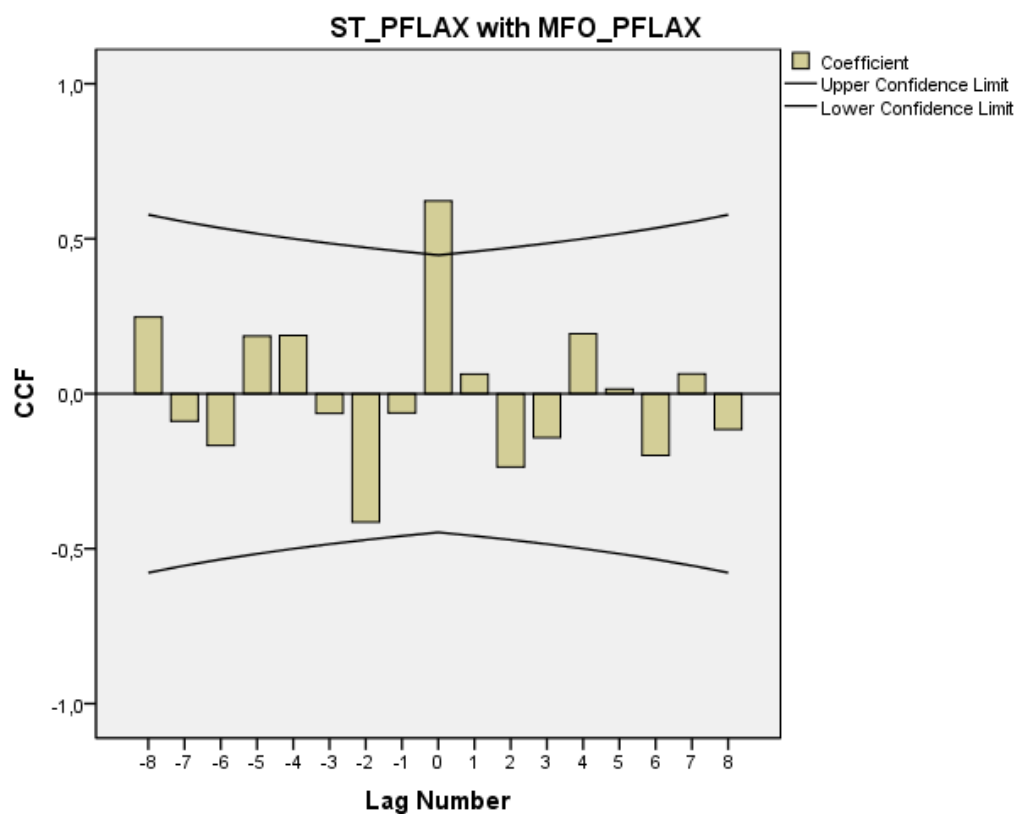


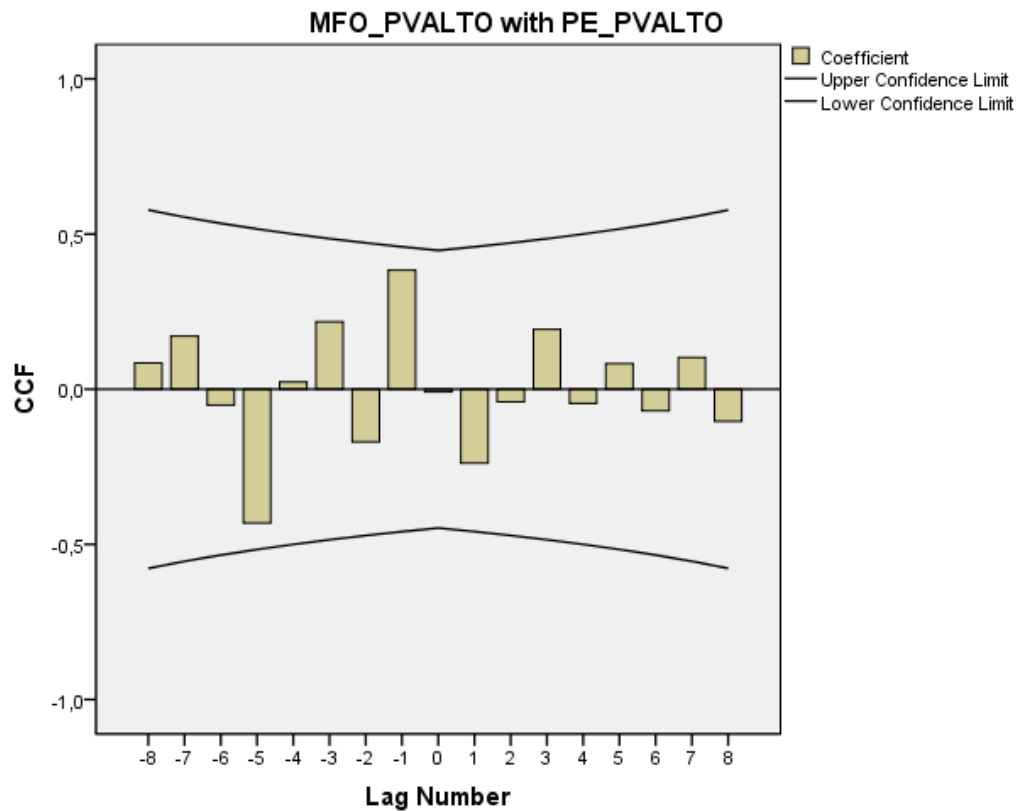
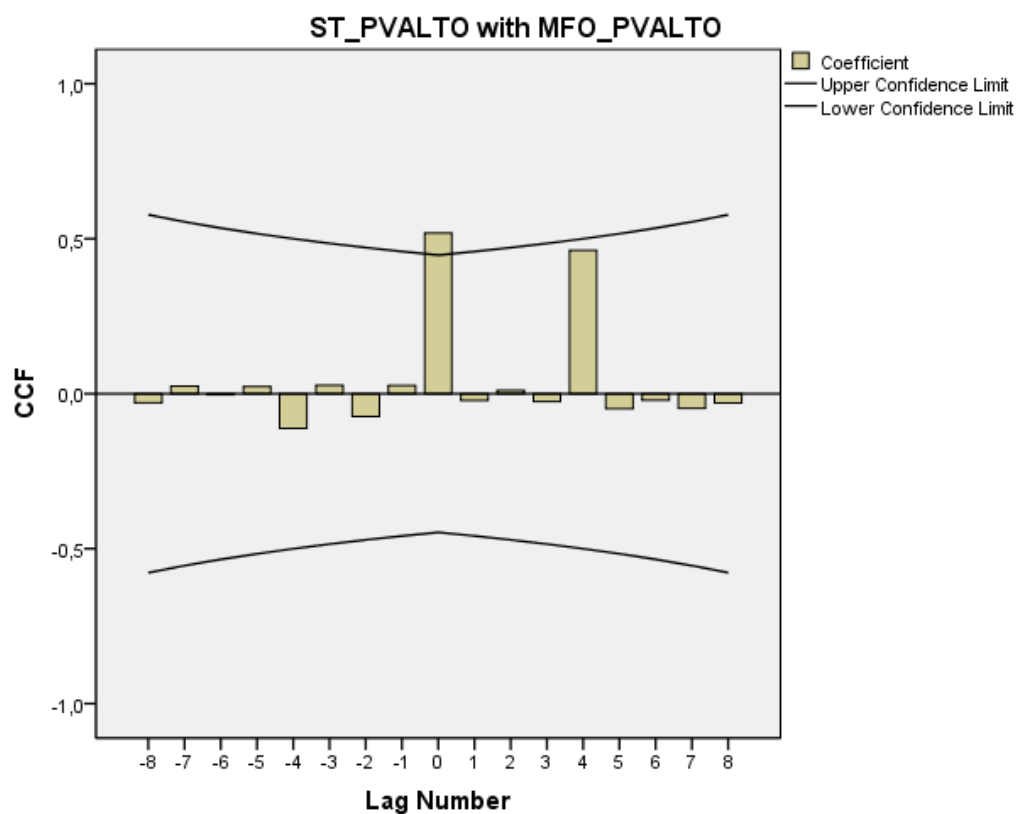


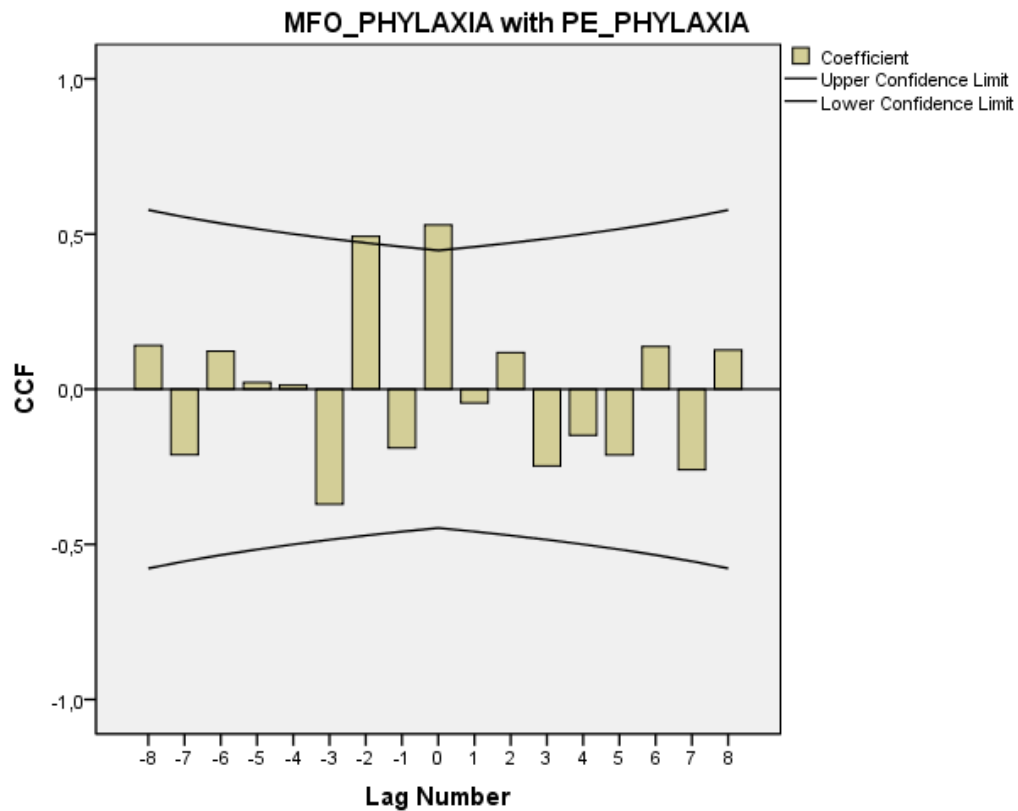
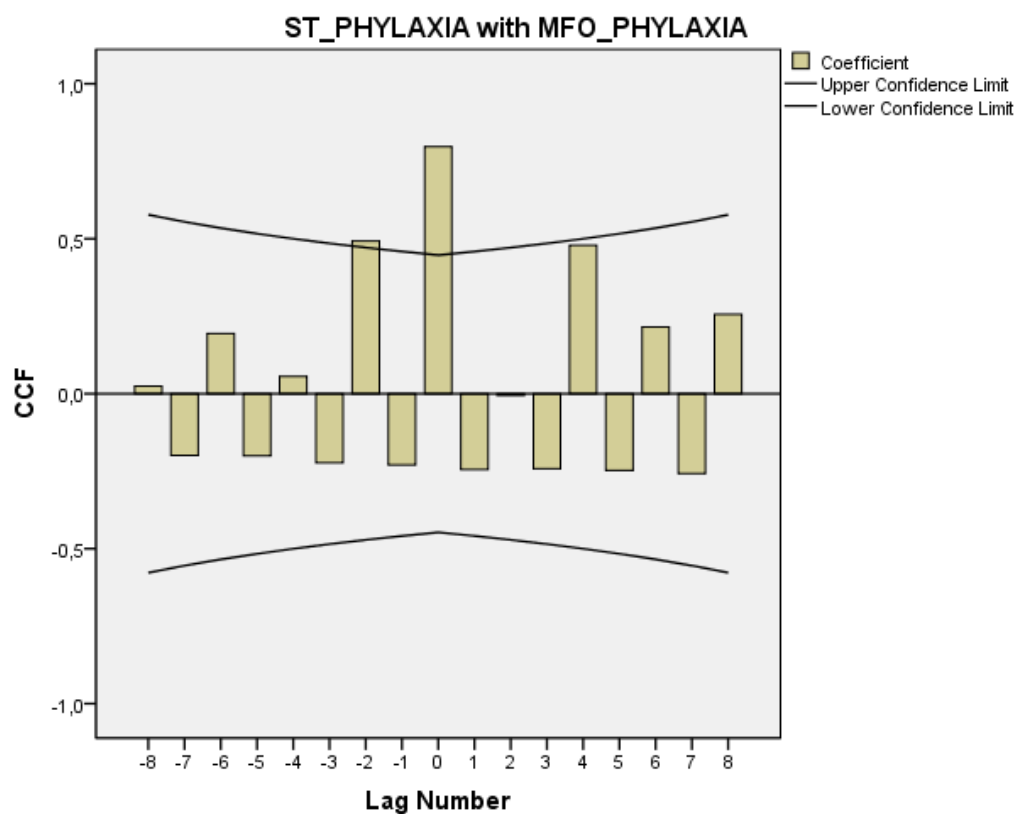


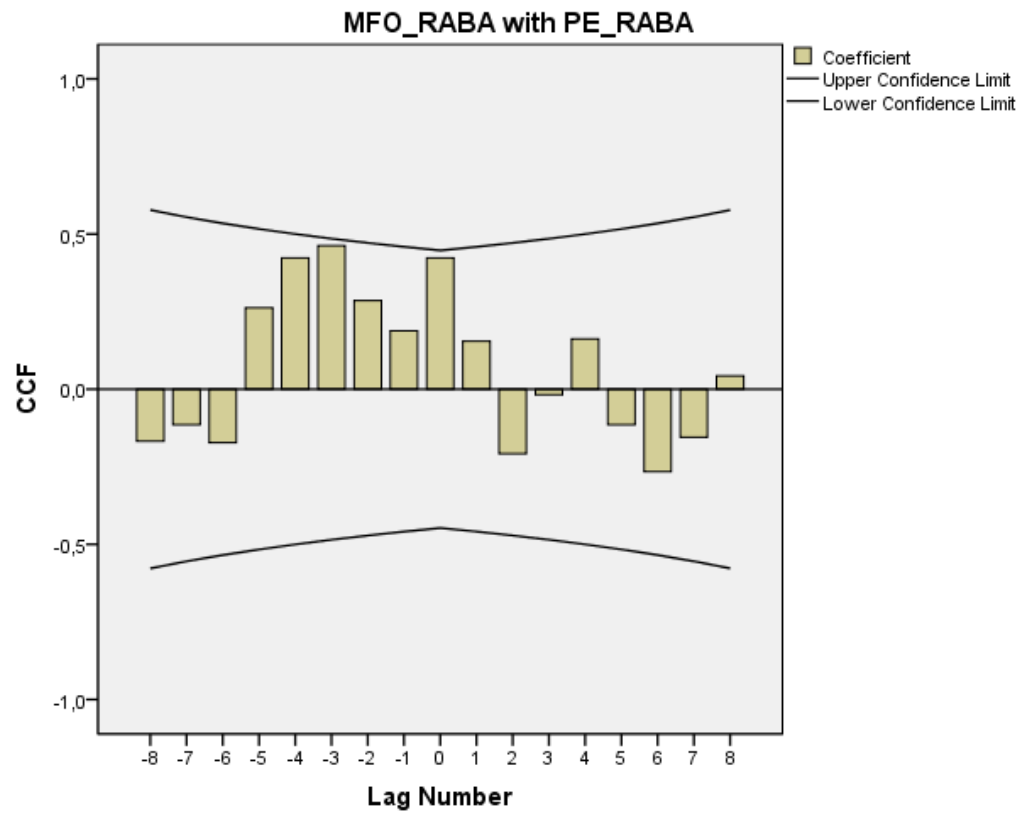
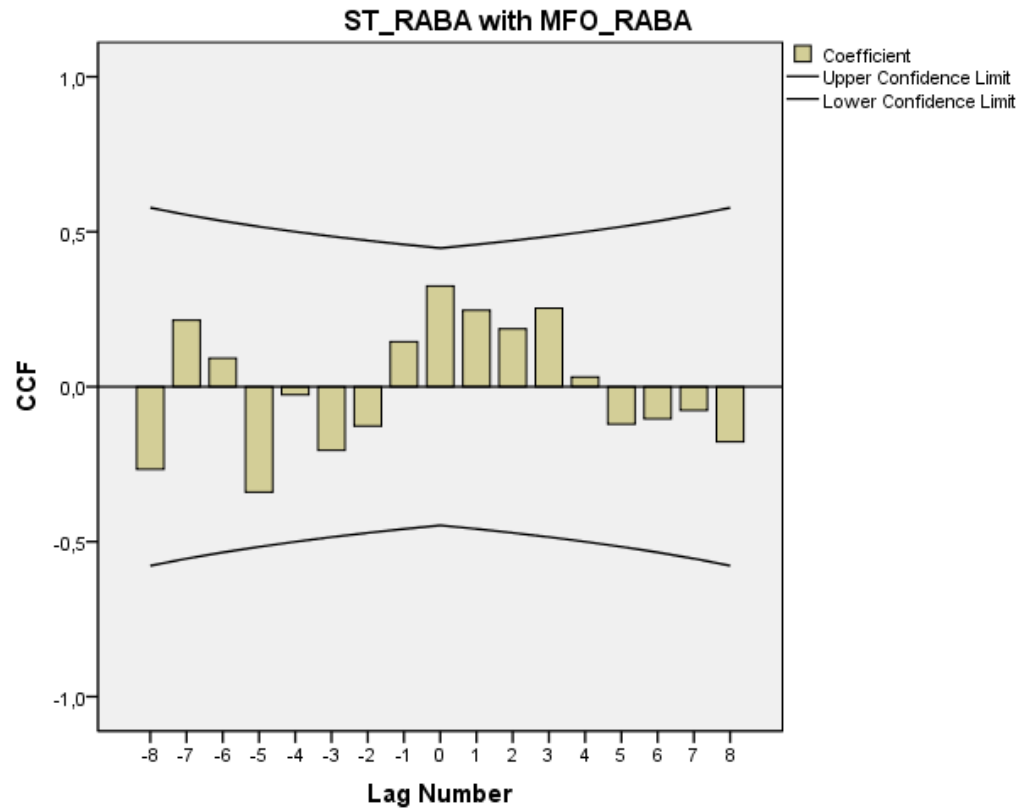


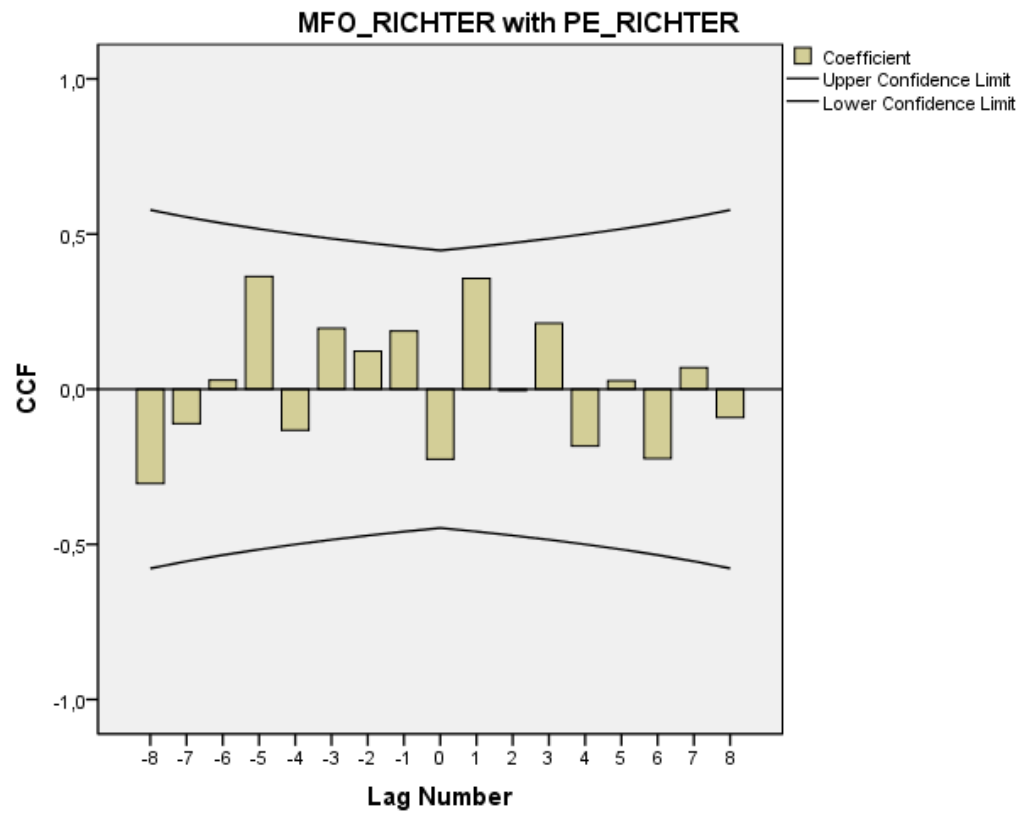
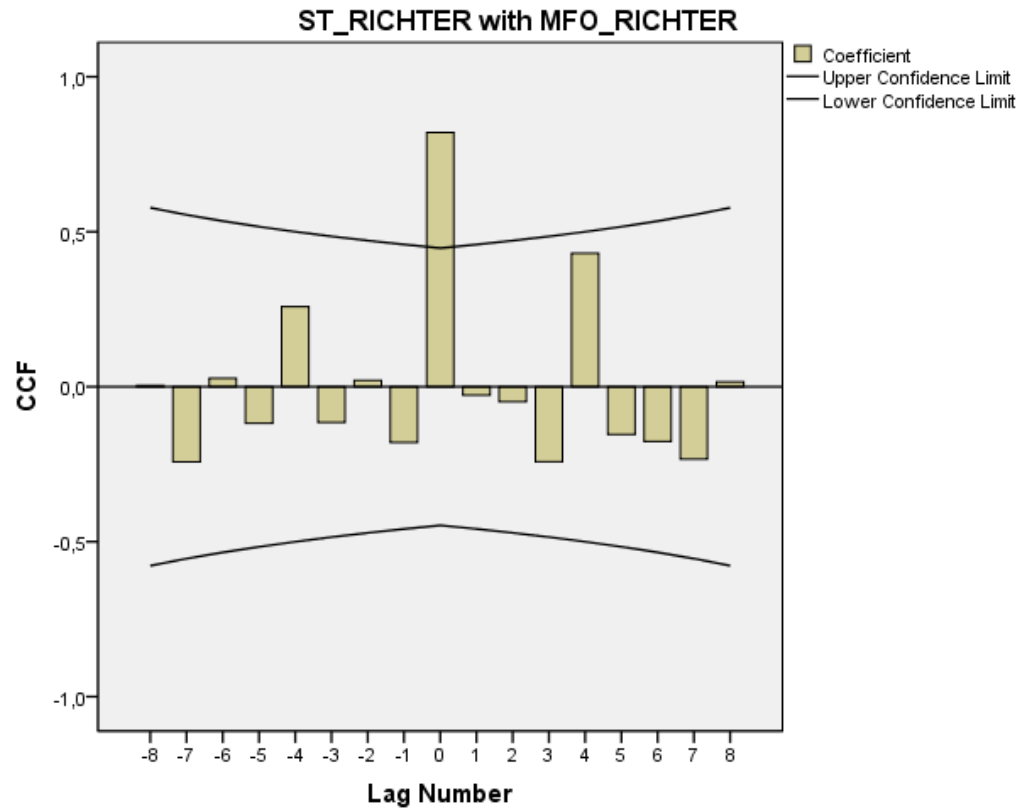


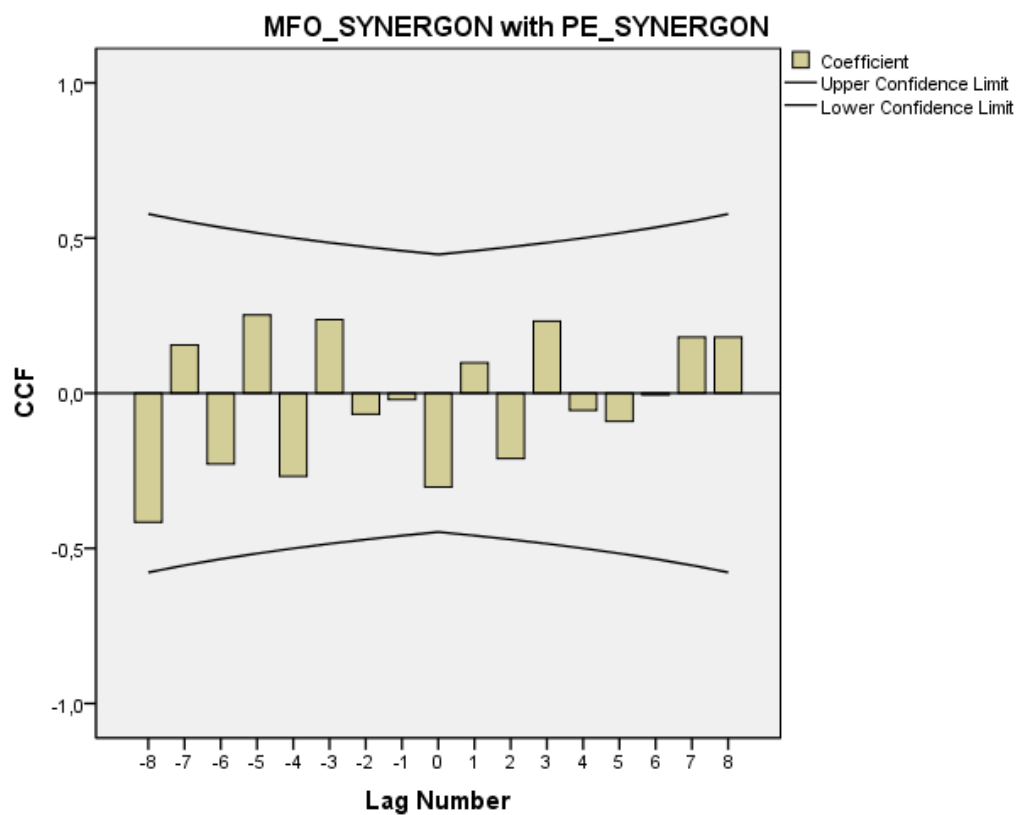
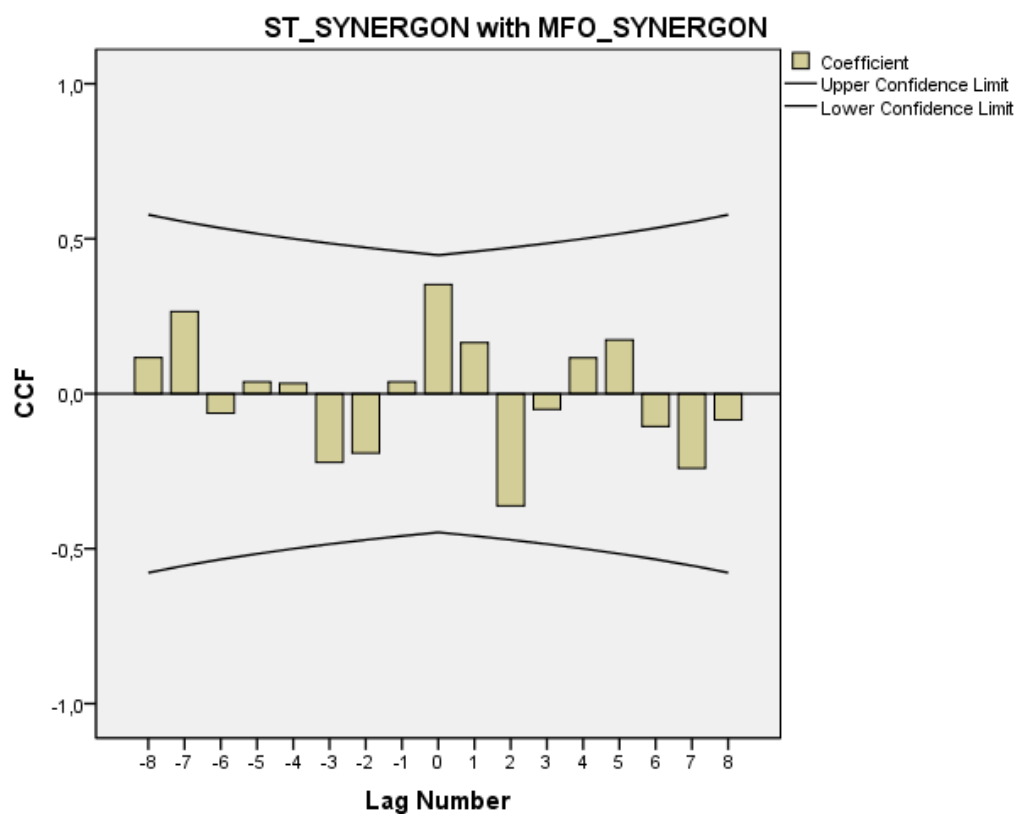


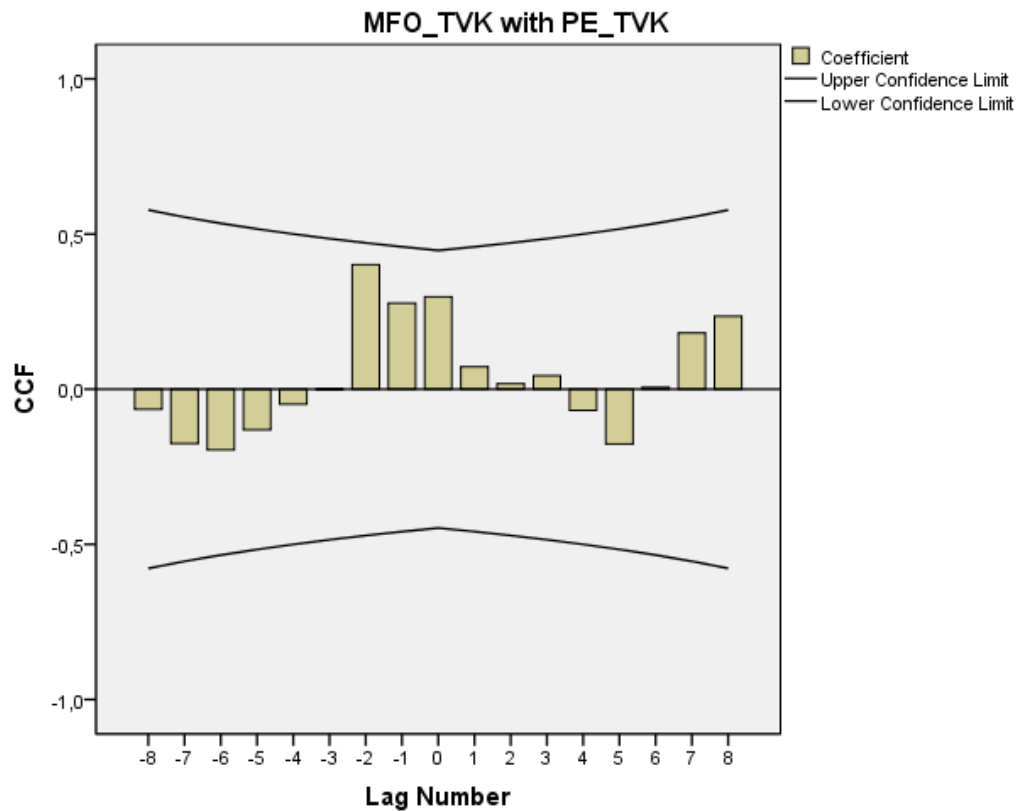
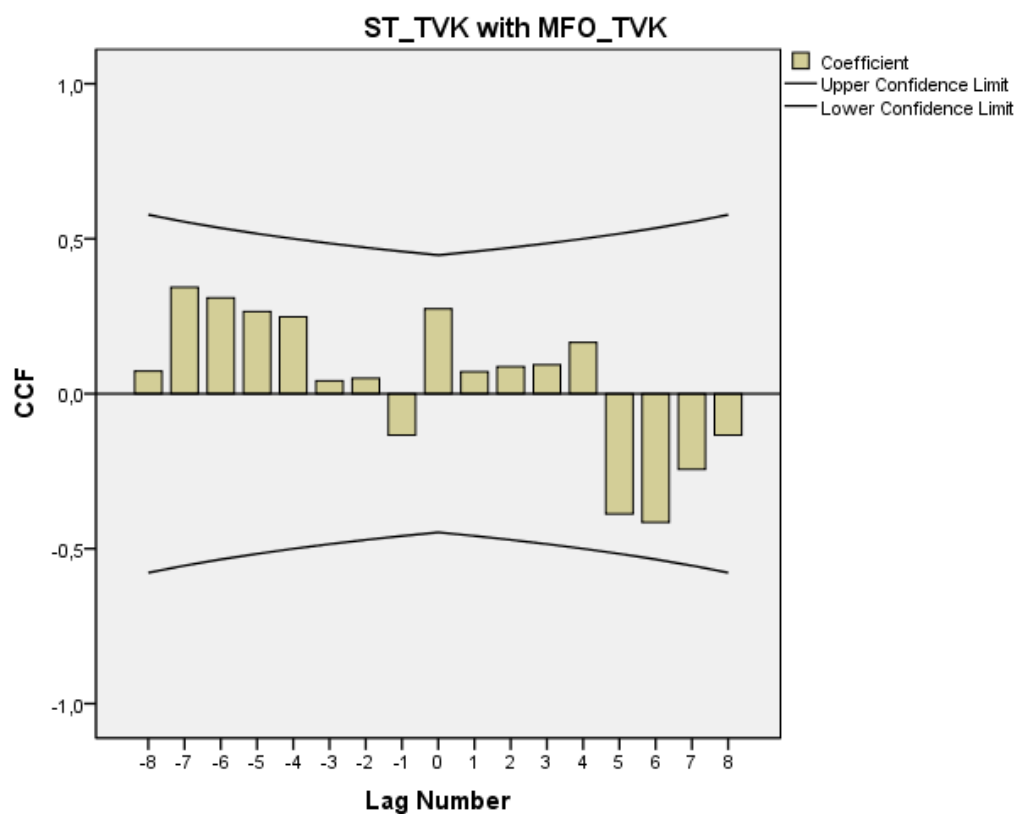


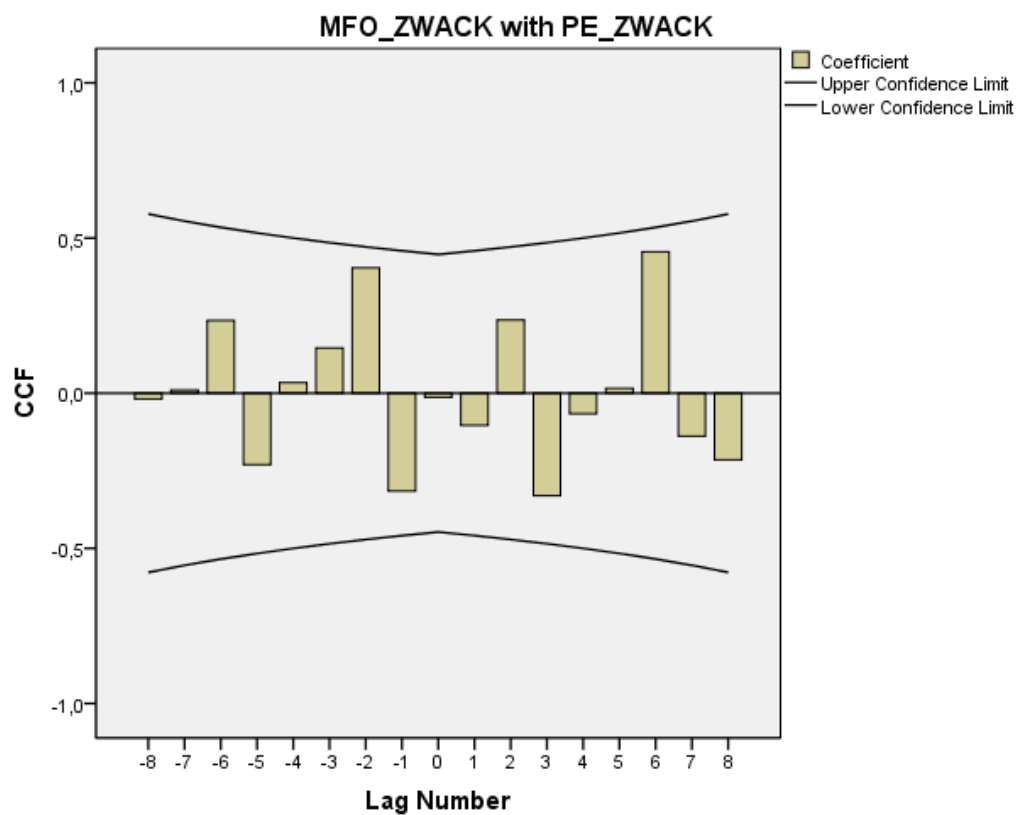
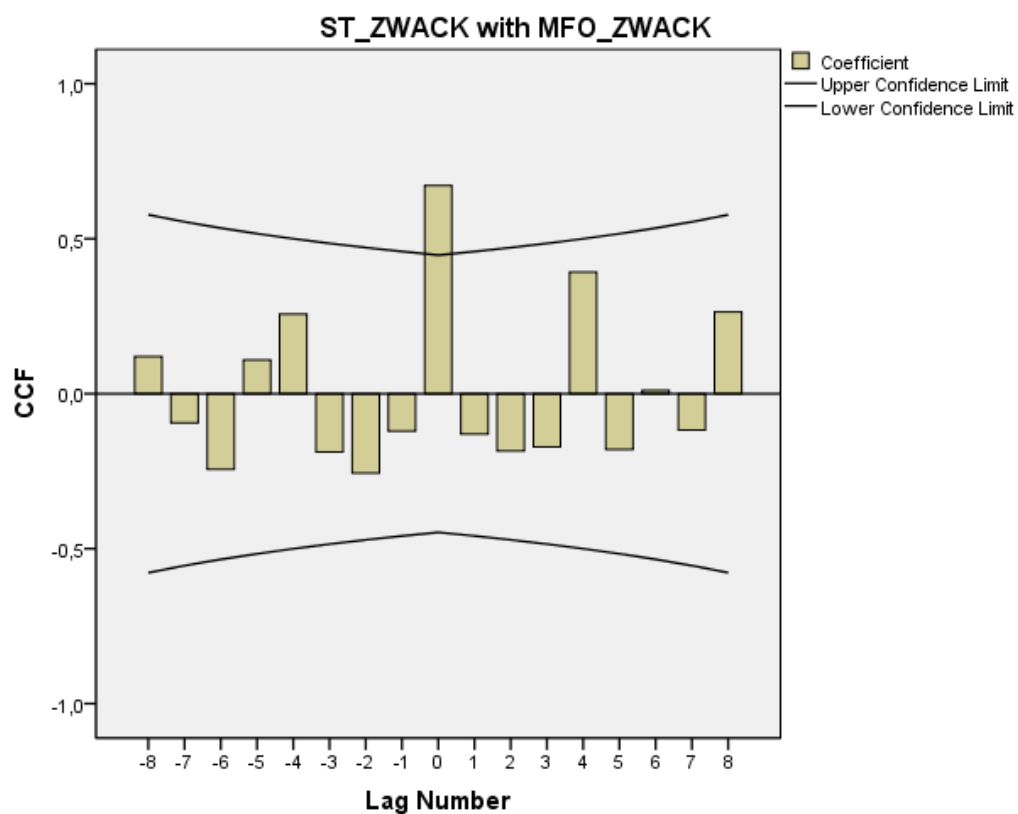




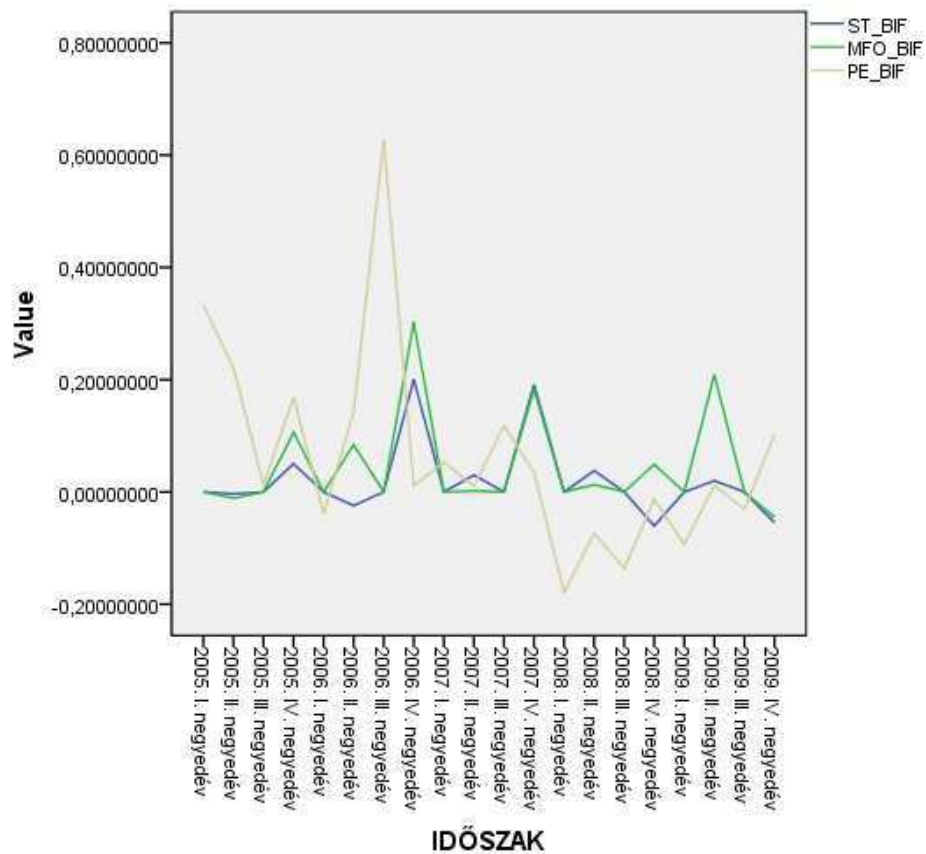
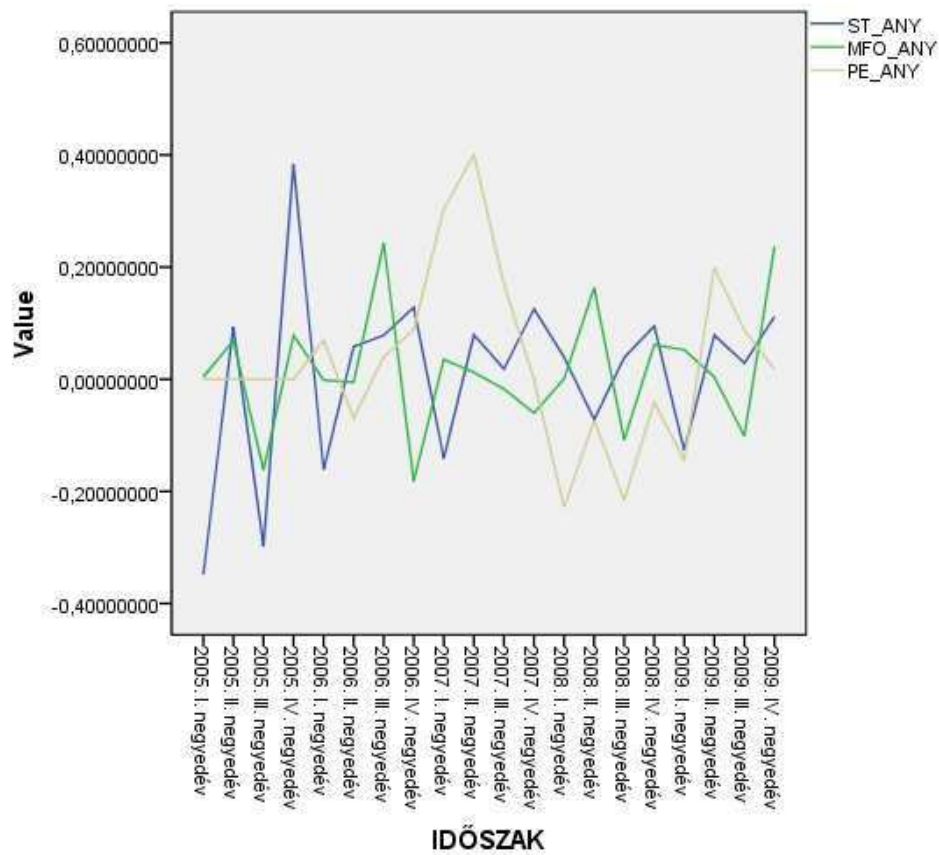


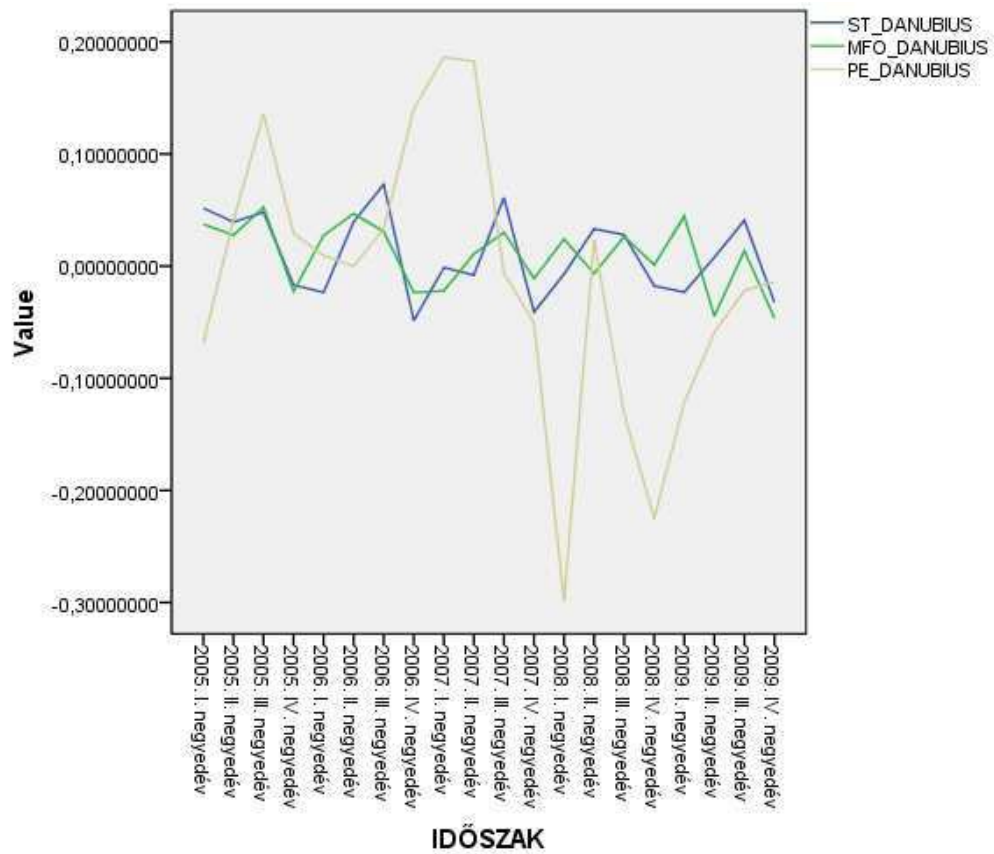
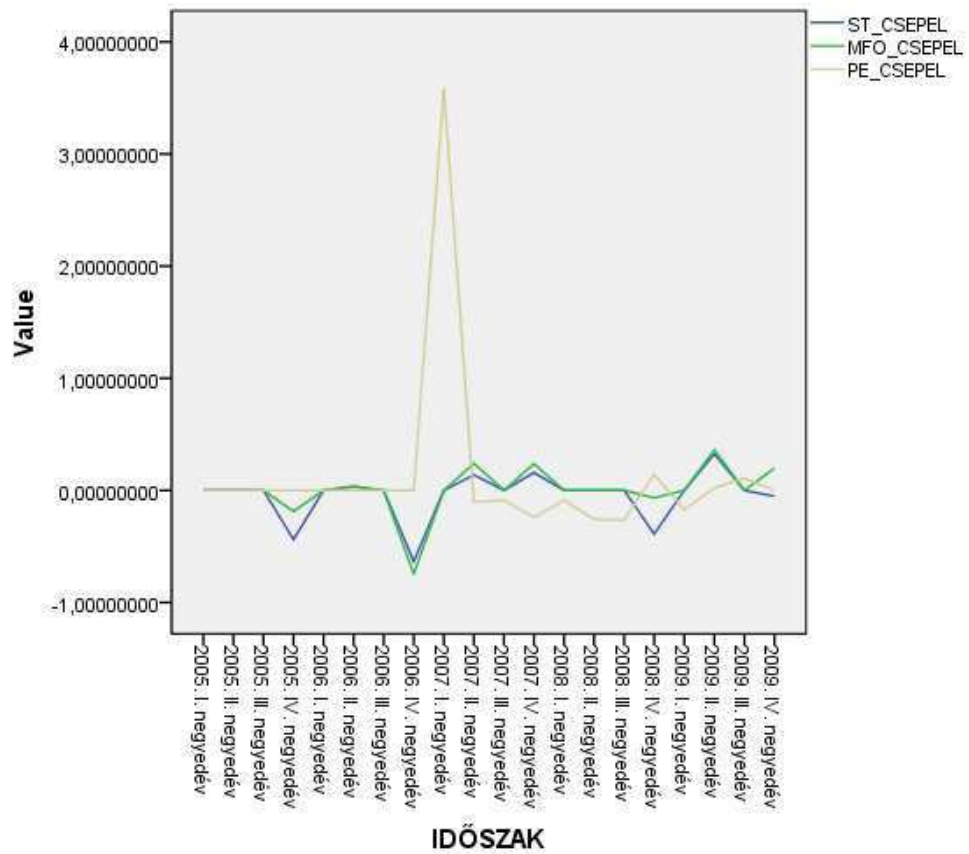


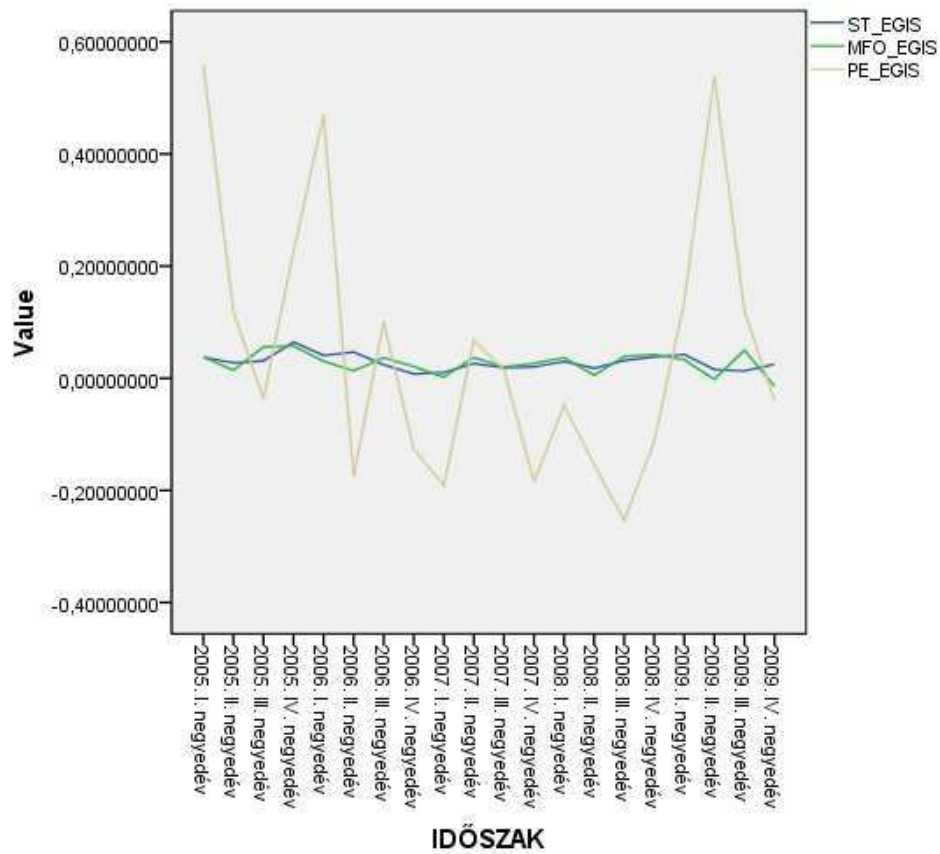
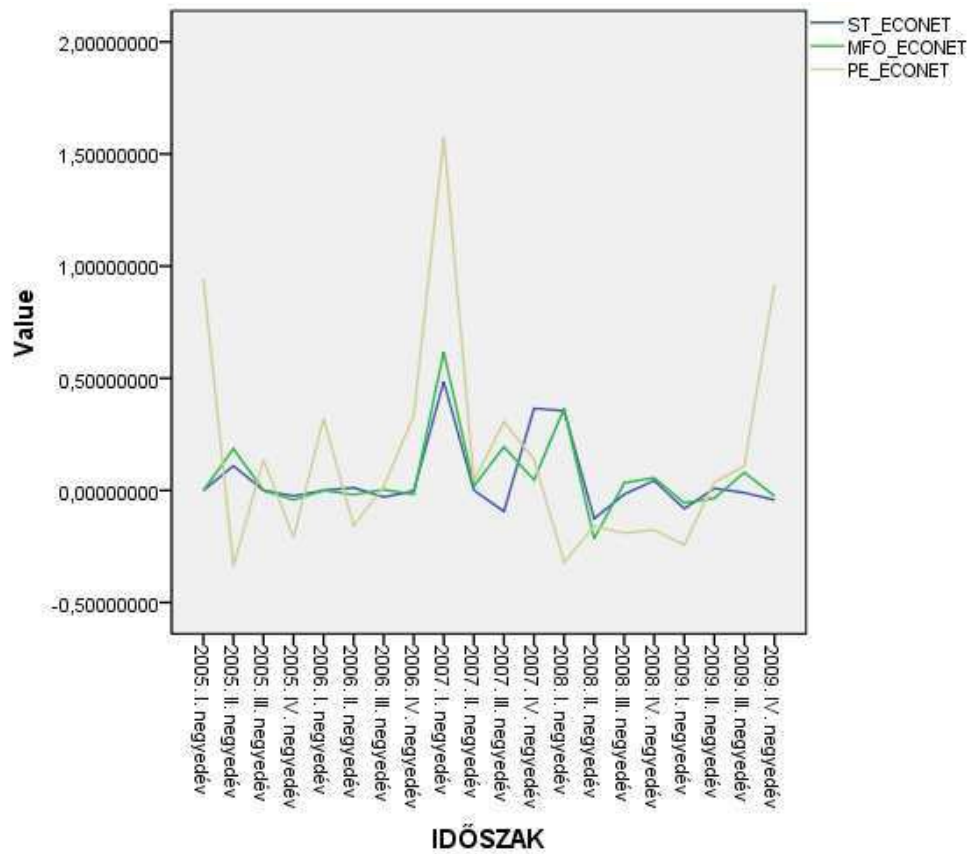


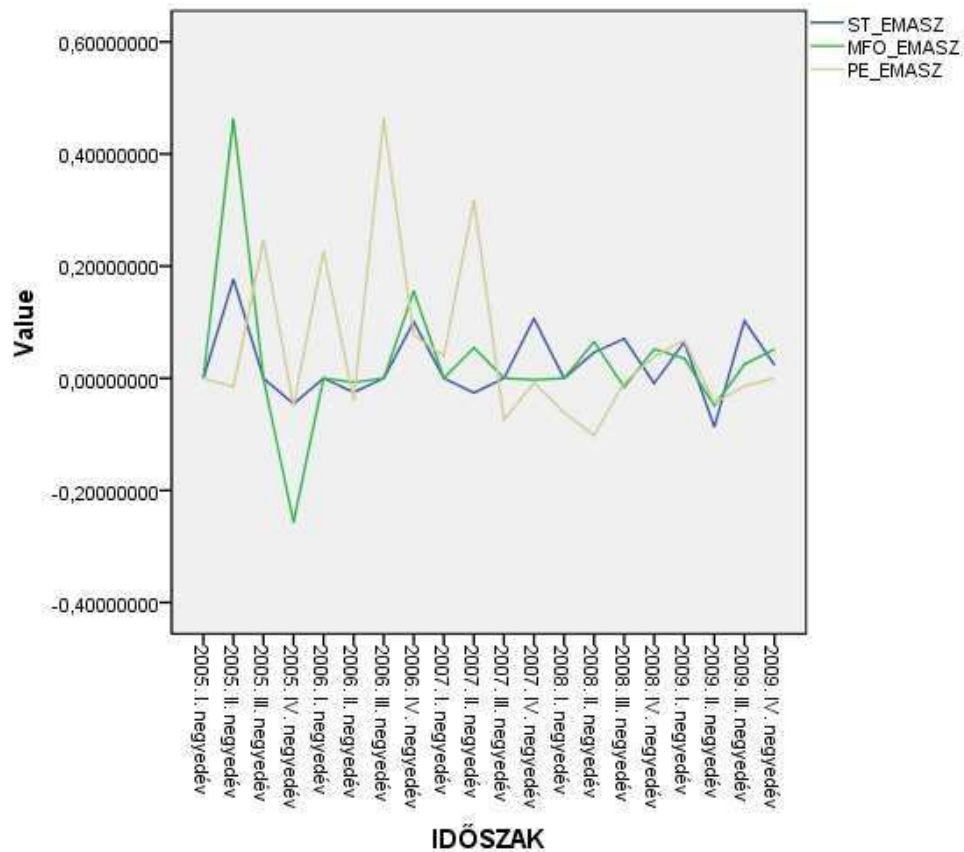
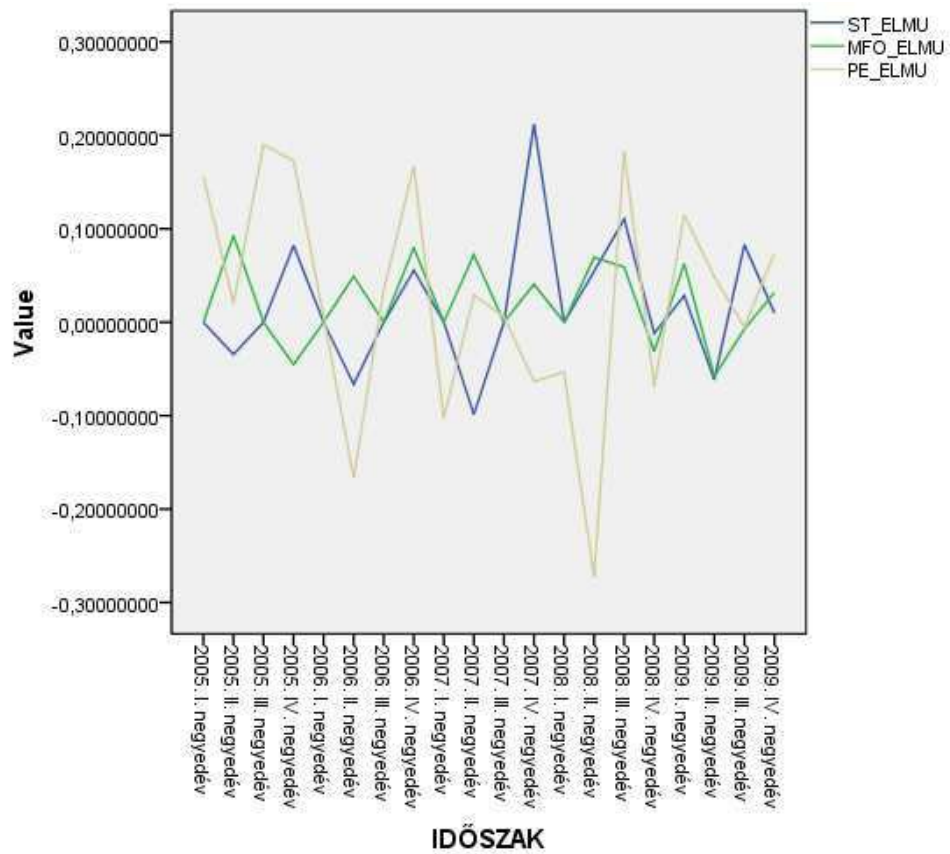


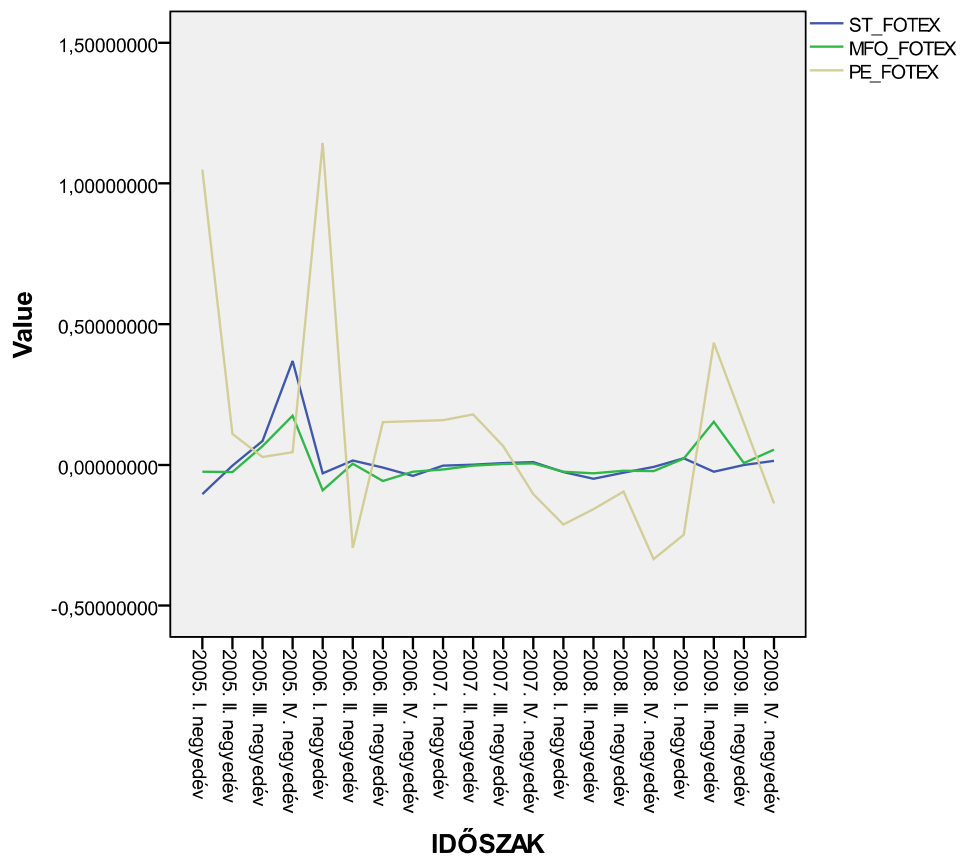
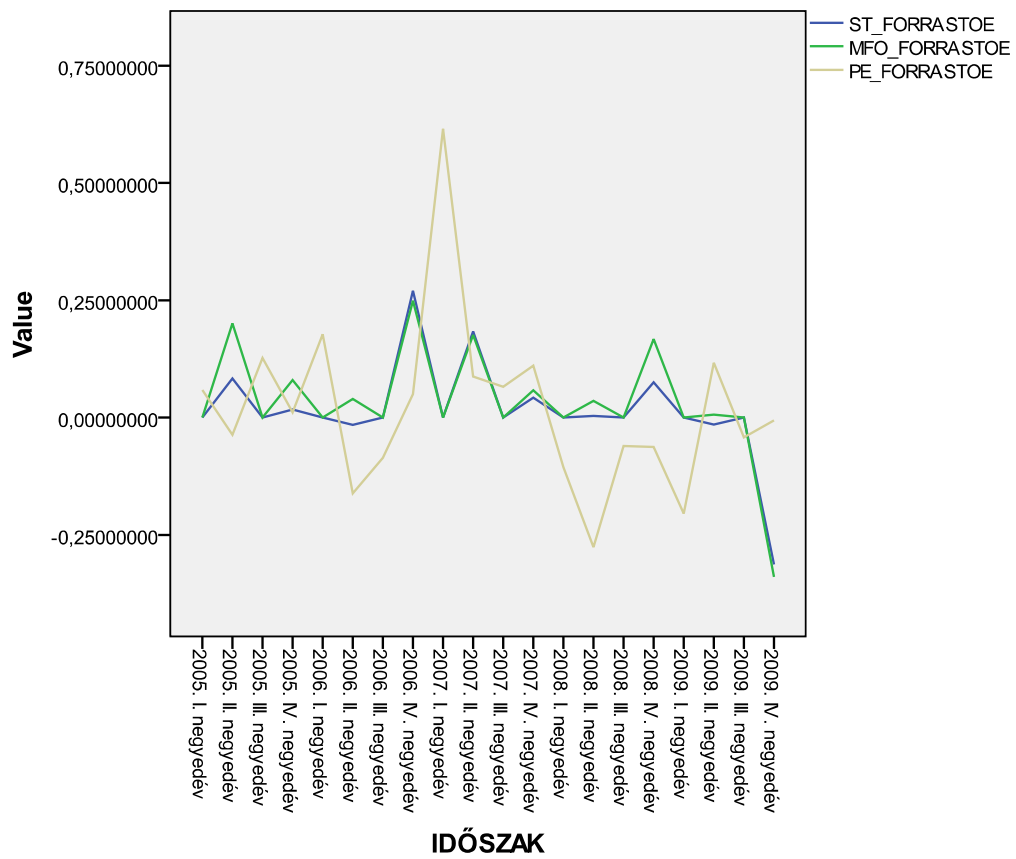
4. MELLÉKLET: A PIACI ÉS A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉK VÁLTOZÁSA

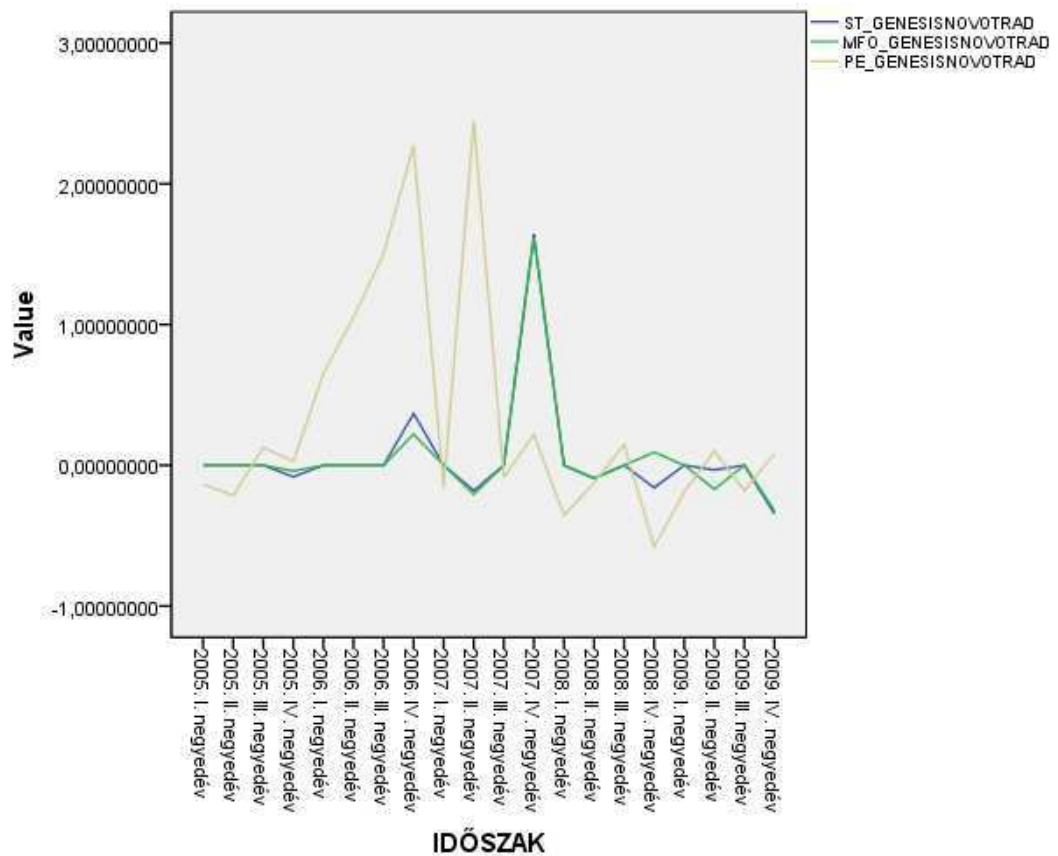
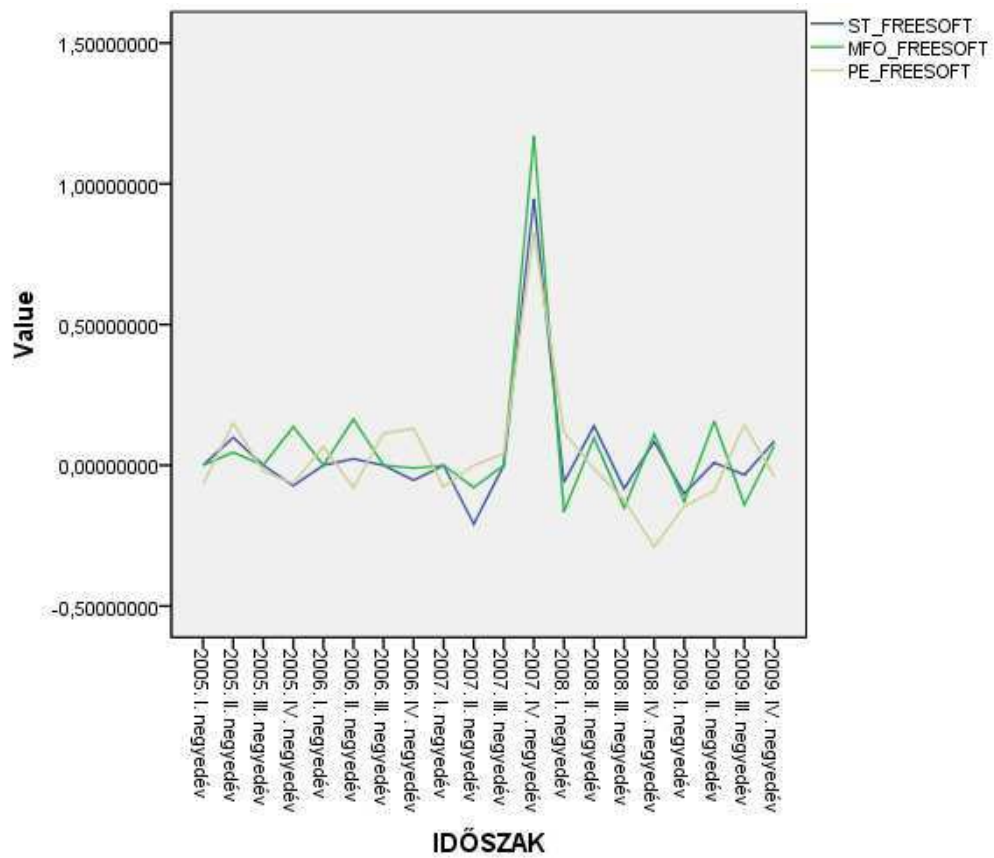


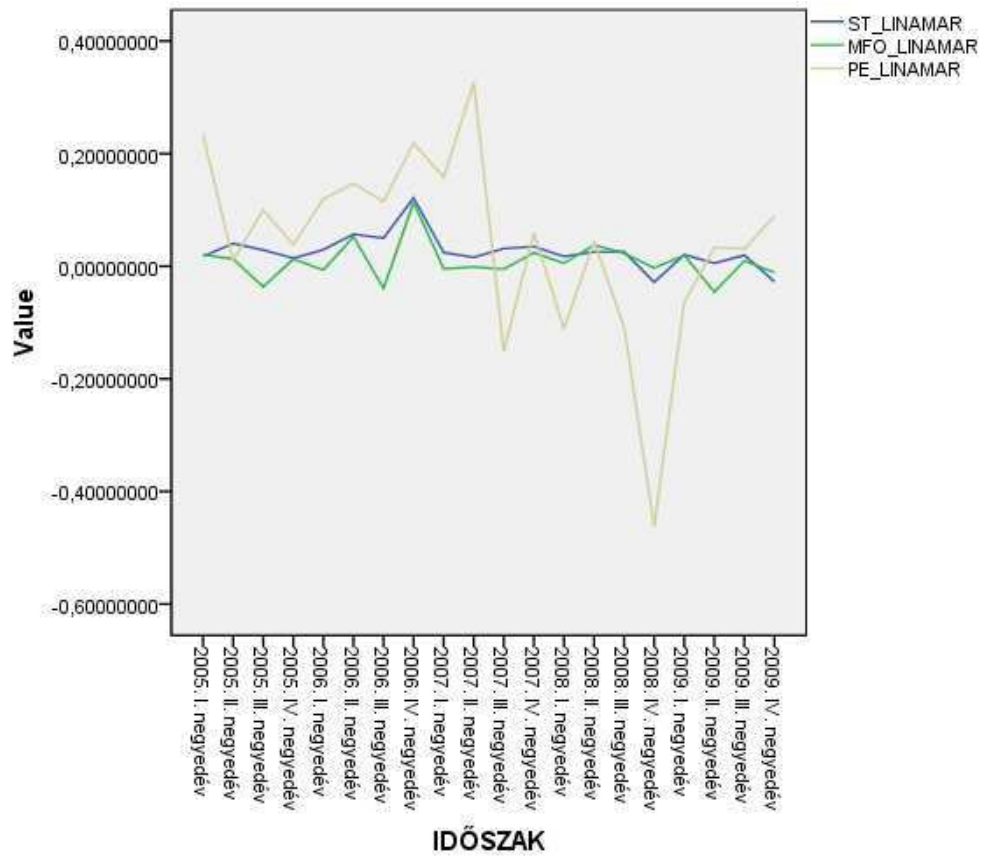
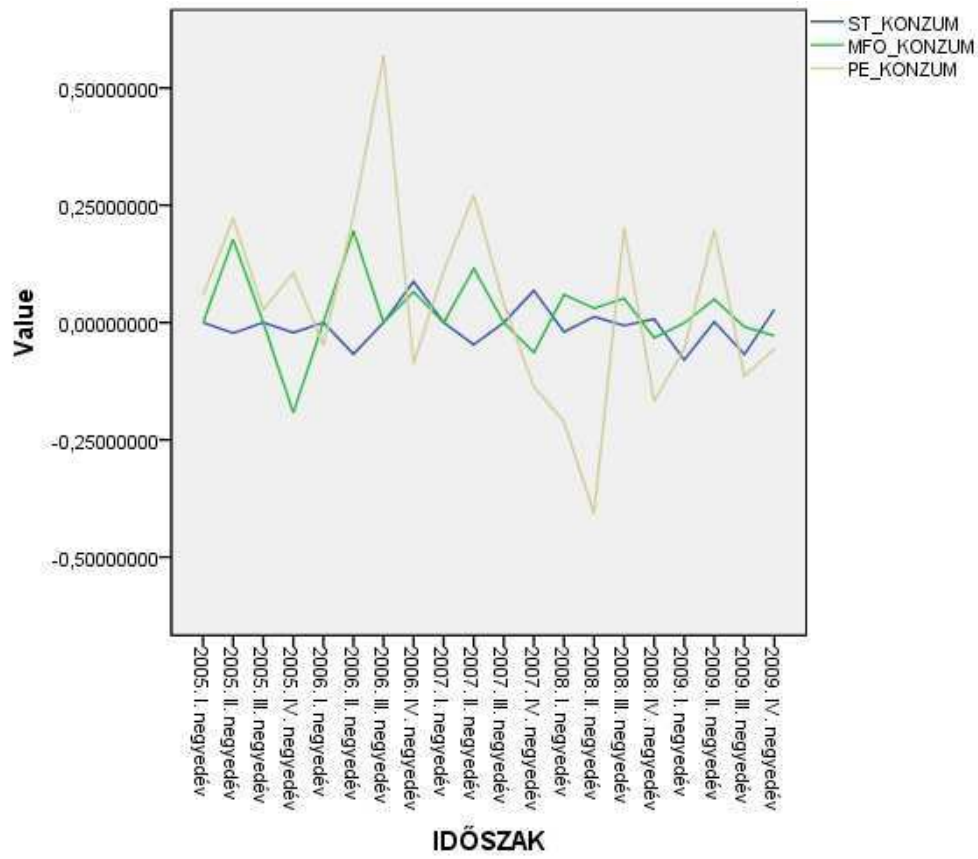


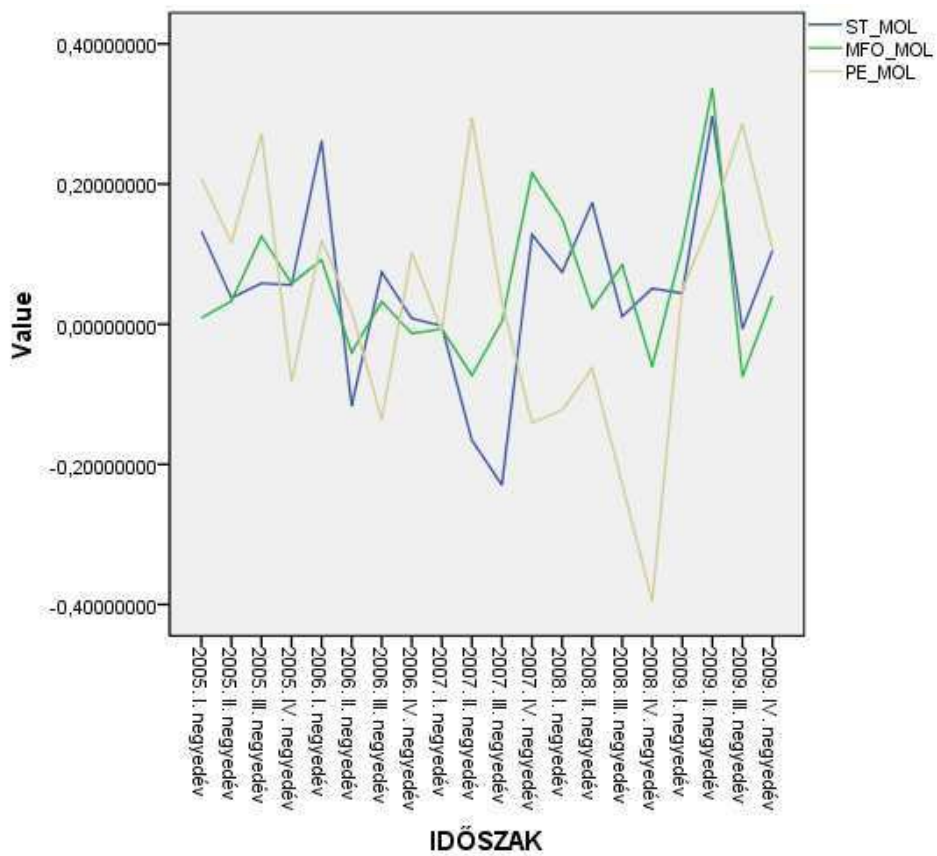
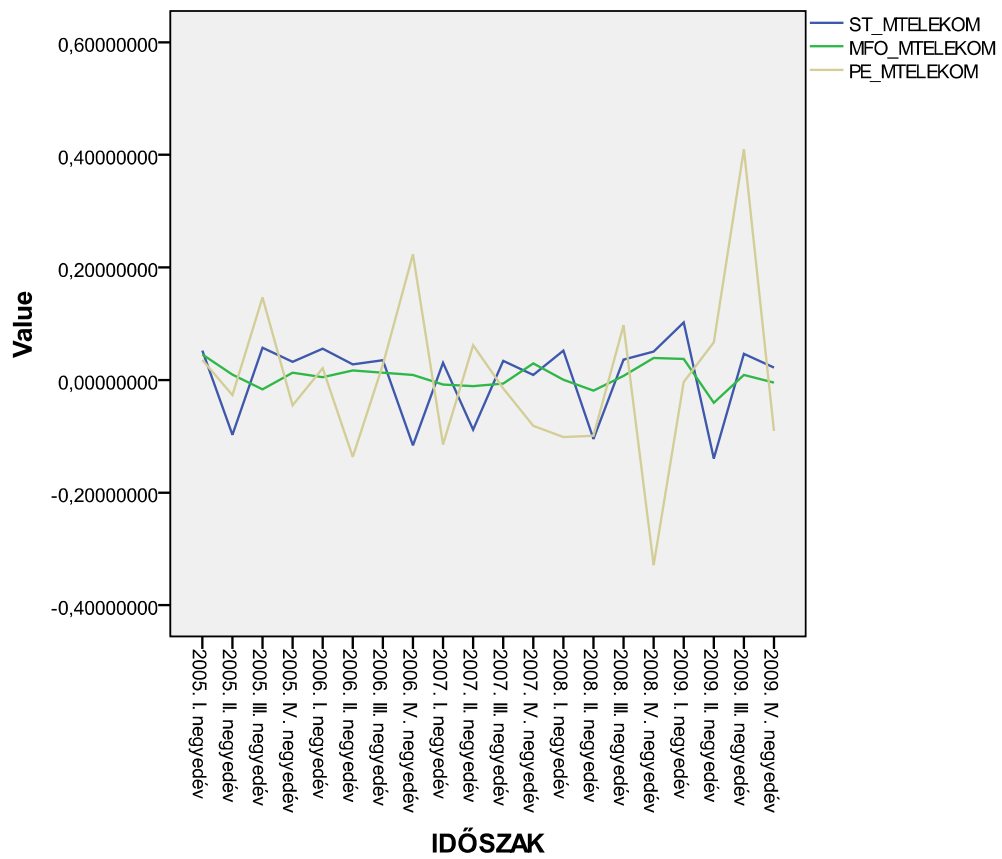


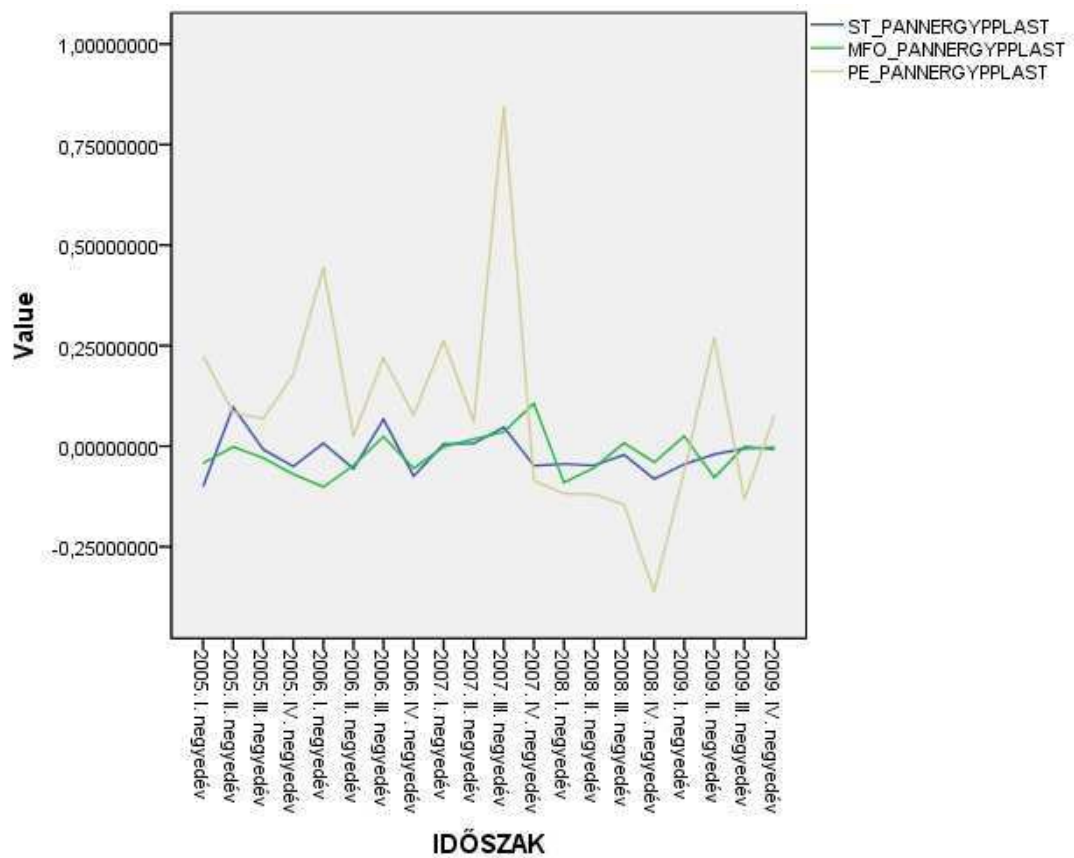
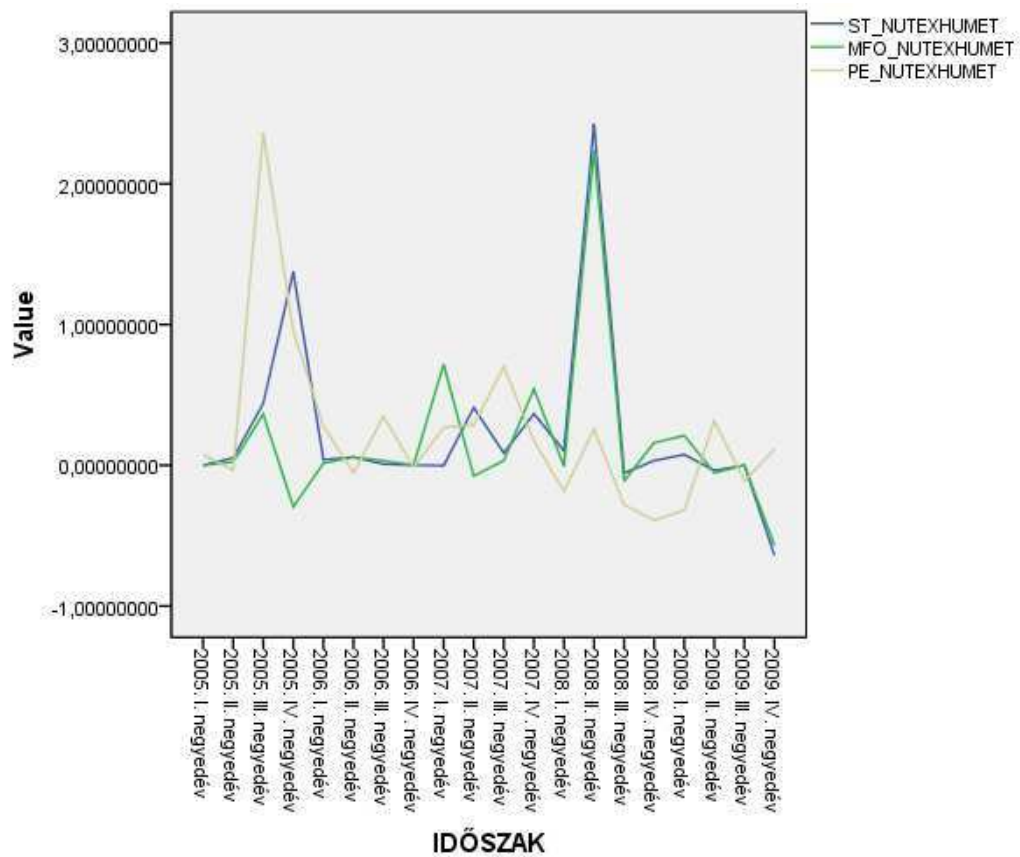


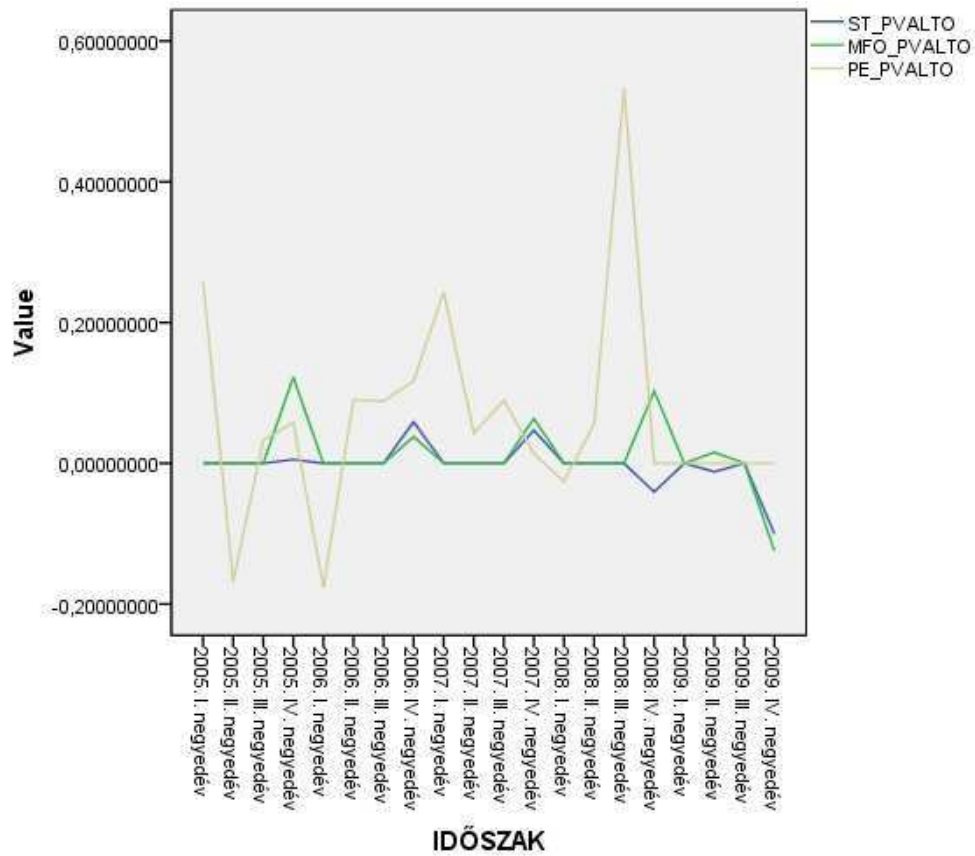
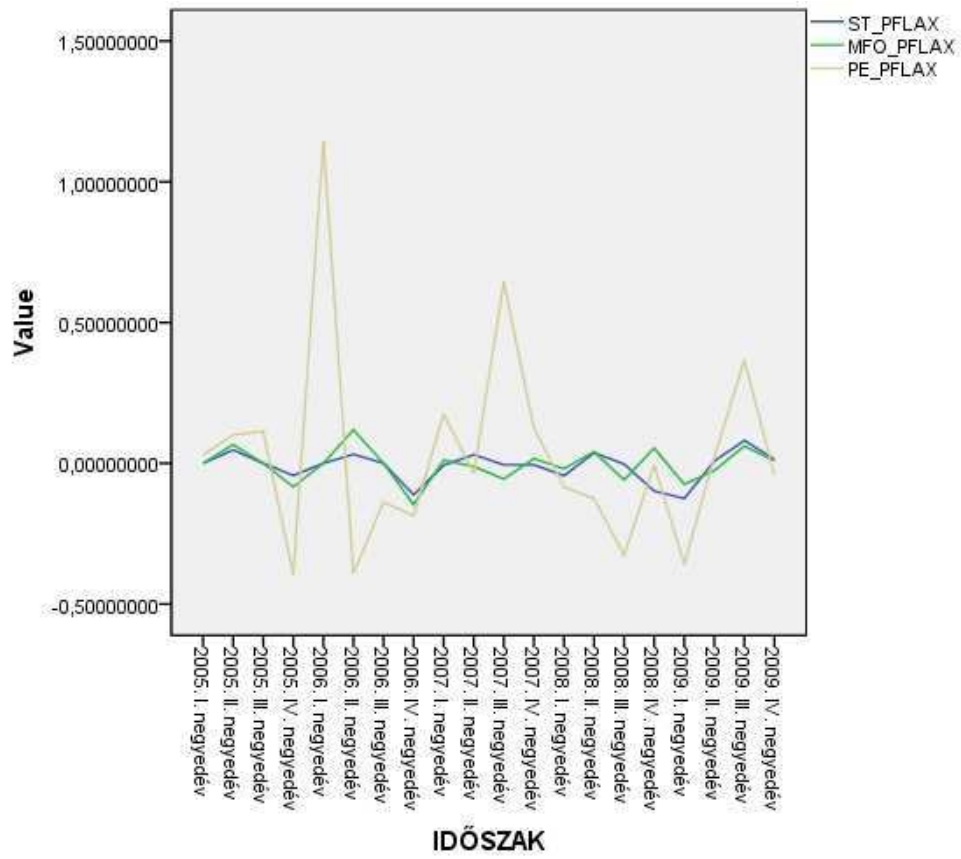


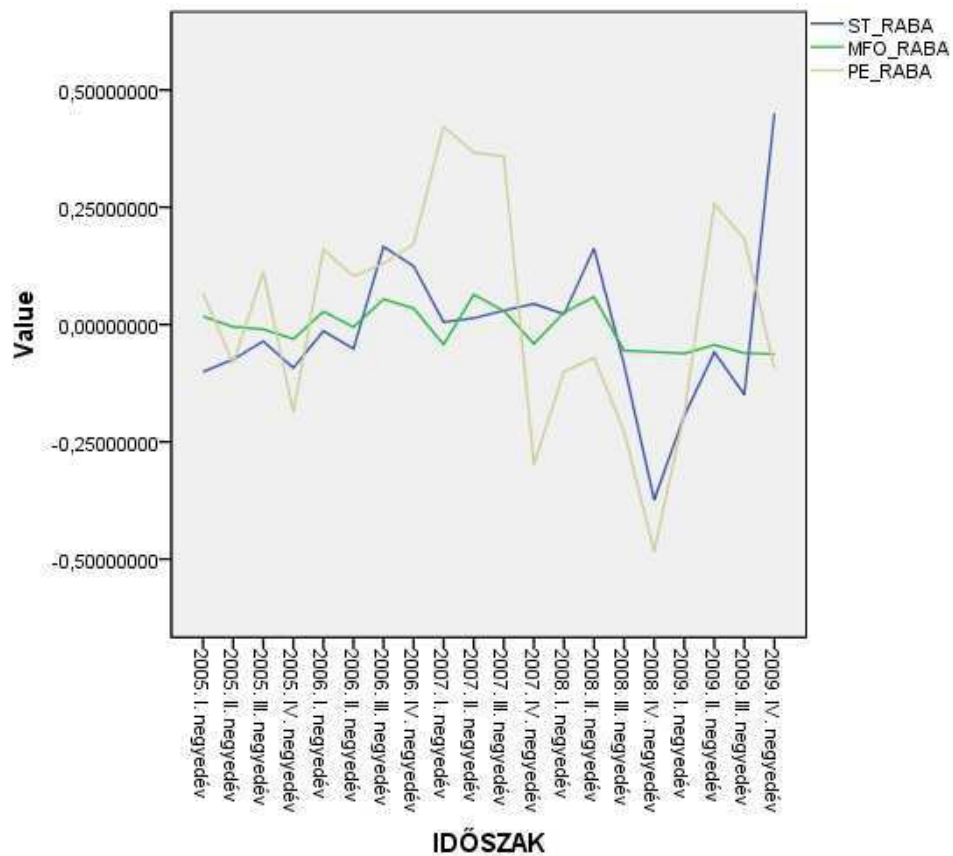
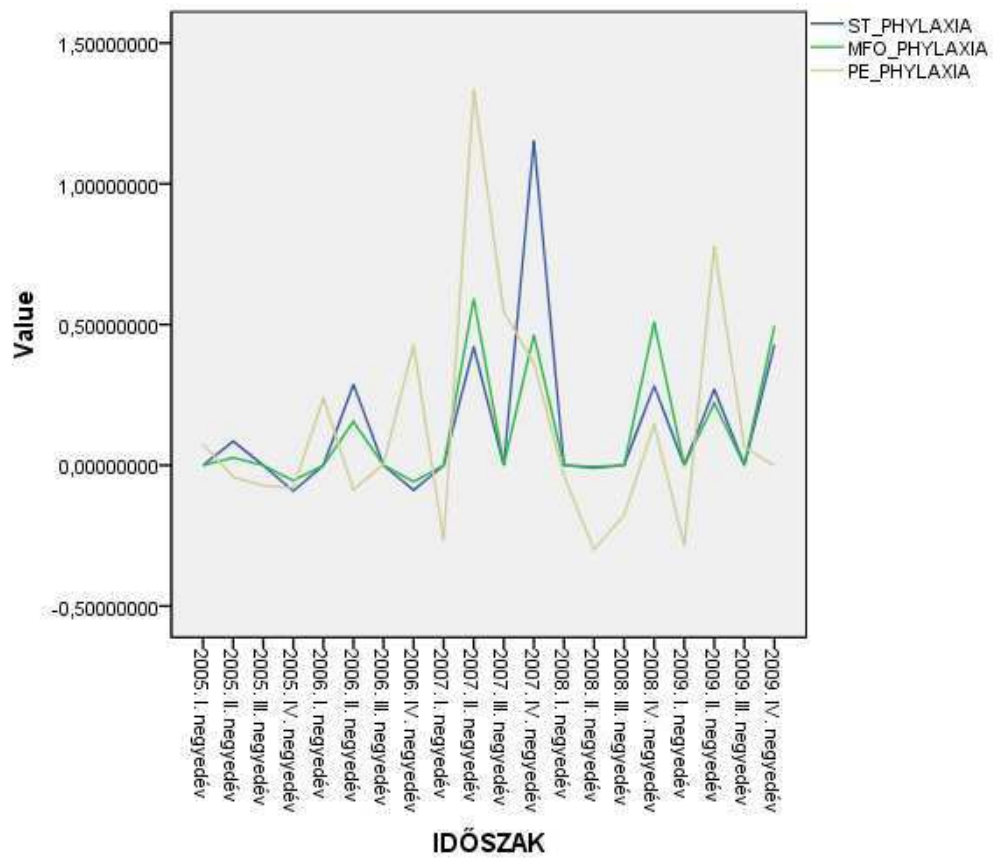


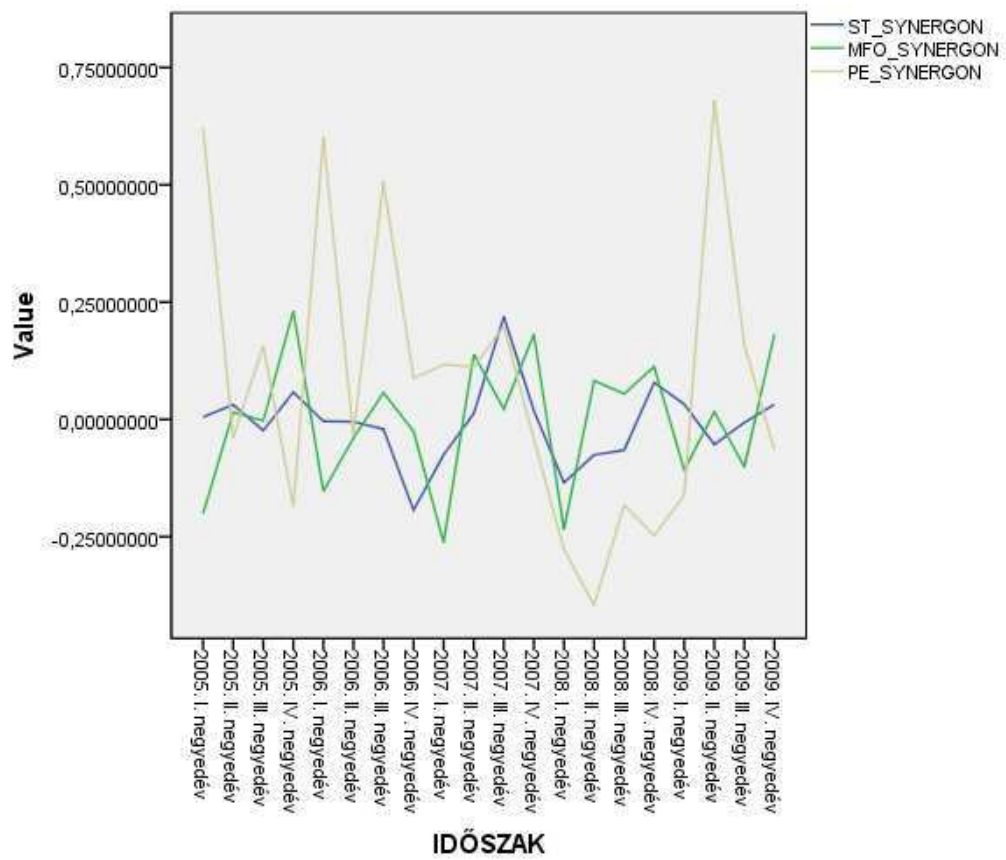
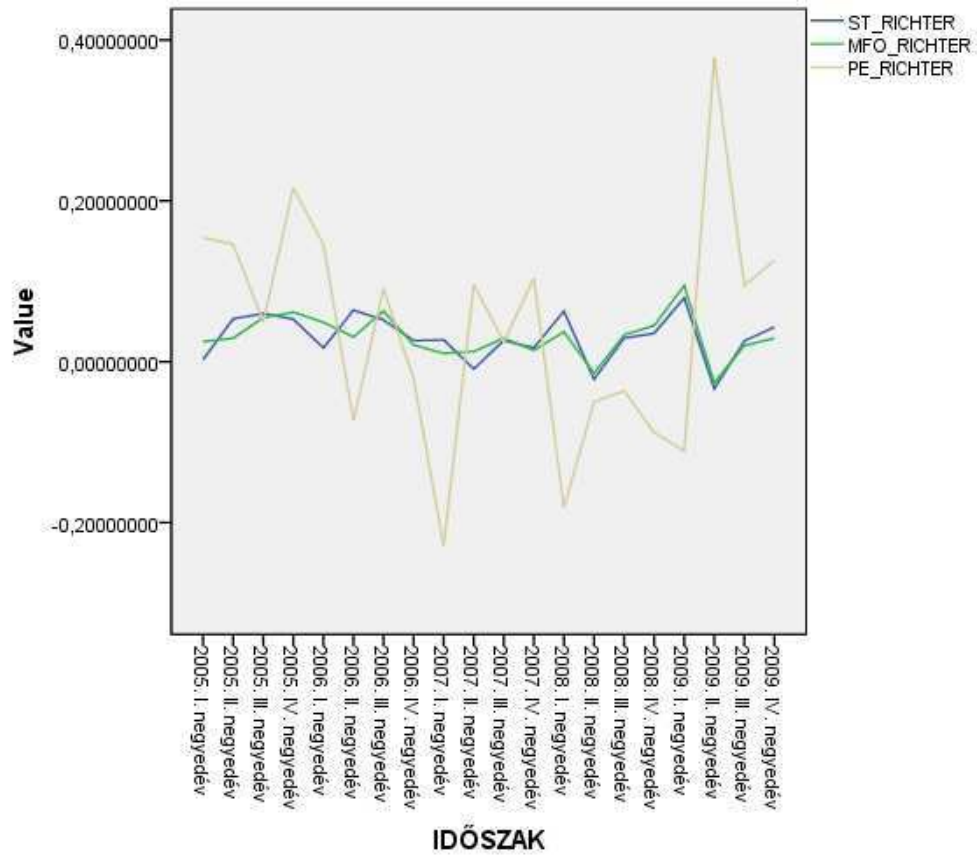


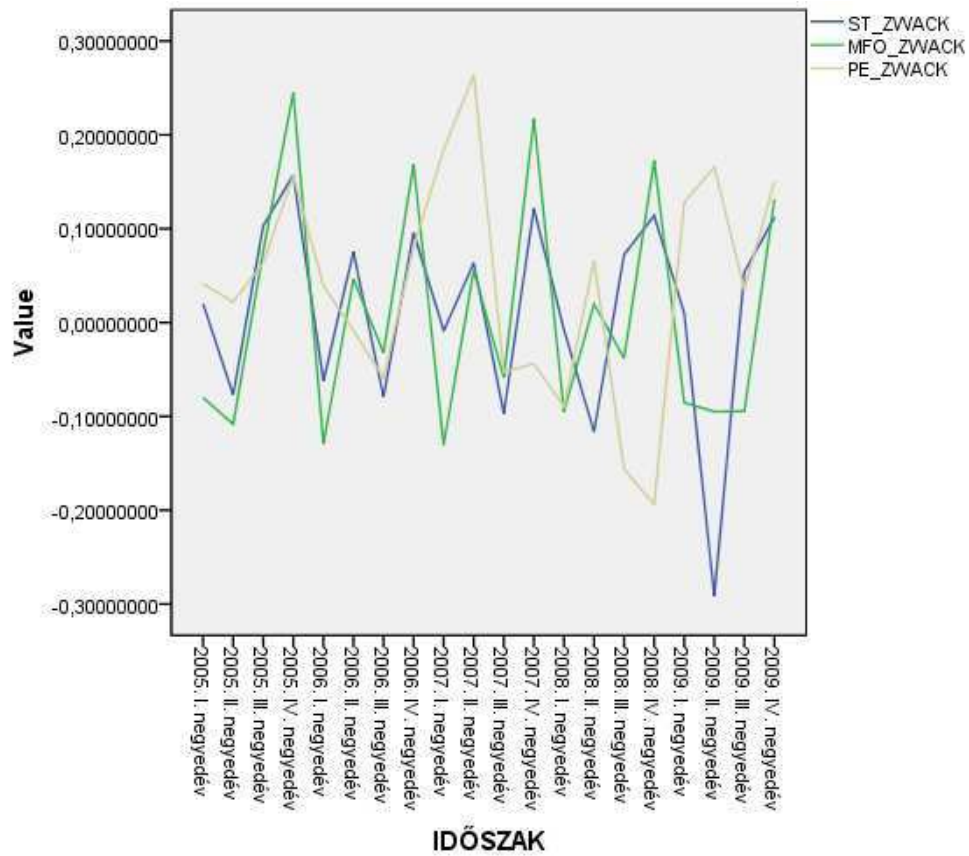
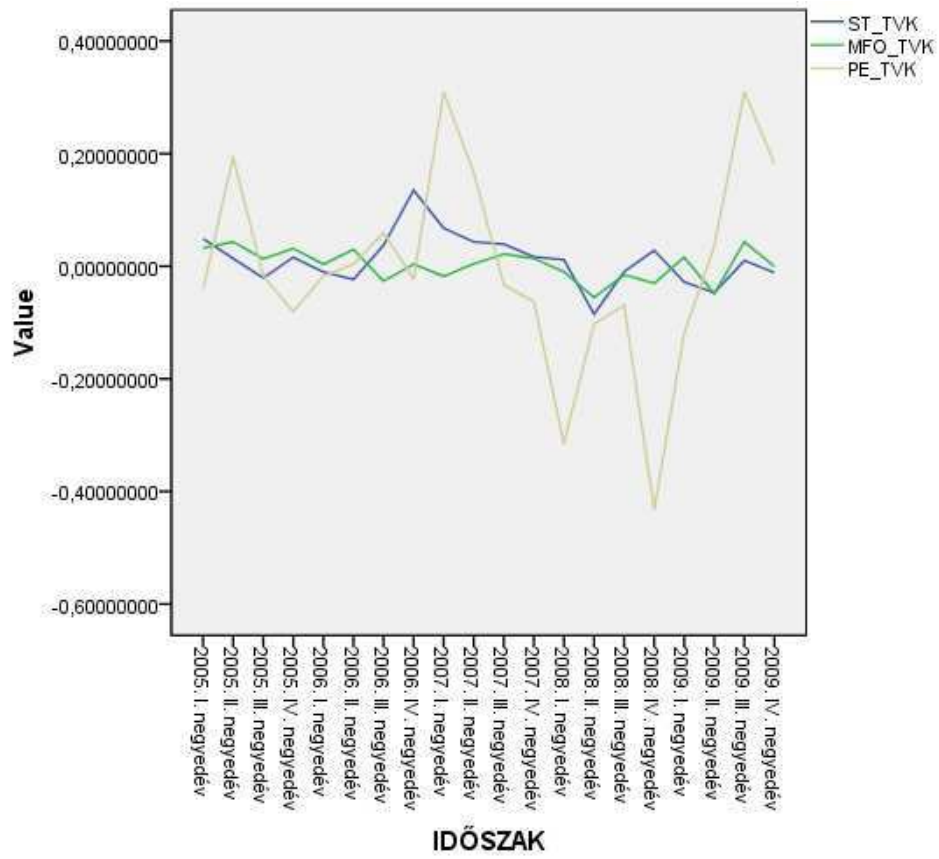












5. MELLÉKLET: A PIACI ÉRTÉK ÉS AZ INDIKÁTOROK KERESZTKORRELÁCIÓS VIZSGÁLATÁNAK EREDMÉNYEI

	ARF_ANY		ARF_BIF	ARF_CSEPEL		ARF_DANUBIUS	
Fogyasztói árindex	10	0,318	-	4	0,334	4	0,348
	-		-	-		-	
Munkanélküliségi ráta	3	0,279	-	-		0	-0,329
	-		-	-		-	
Állampapírpiaci referenciahozam, 3 hó	-		-	-		-	
	-		-	-		-	
Brent-olaj	-		-	-		0	0,265
	-		-	-		-	
Arany	-		-	-		-	
	-		-	-		-	
W1DOW	0	0,346	-	-		0	0,338
	-		-	-		2	0,397
W5DOW	0	0,353	-	-		0	0,357
	-		-	-		2	0,419
W5BSC	0	0,365	-	-		0	0,355
	-		-	-		2	0,375
W5UTI	0	0,282	-	-		0	0,372
	-		-	-		2	0,469
W5FIN	0	0,286	-	-		0	0,347
	-		-	-		2	0,417
W5CYC	0	0,263	-	-		0	0,346
	1	0,276	-	-		2	0,44
W5NCY	0	0,321	-	-		0	0,317
	-		-	-		2	0,373
W5ENE	0	0,399	-	-		0	0,389
	-		-	-		2	0,256
W5HCR	0	0,317	-	-		0	0,363
	-		-	-		2	0,362
W5IDU	0	0,33	-	-		0	0,342
	-		-	-		2	0,471
W5TEC	0	0,326	-	-		2	0,332
	-		-	-		-	
W5TLS	0	0,284	-	-		0	0,311
	1	0,251	-	-		2	0,427
GDAXI	0	0,274	-	-		0	0,365
	1	0,269	-	-		2	0,383
CETOP20	-		-	-		0	0,329
	-		-	-		2	0,384

	ARF_ECONET		ARF_EGIS		ARF_ELMU		ARF_EMASZ	
Fogyasztói árindex	6	0,315	-		3	0,28	-	
	-		-		-		-	
Munkanélküliségi ráta	-		4	0,307	-		-	
	-		-		-		-	
Állampapírpiaci referenciahozam, 3 hó	-		0	-0,284	-		-	
	-		-		-		-	
Brent-olaj	0	0,269	0	0,255	-		-	
	-		-		-		-	
Arany	-		-		-		0	0,322
	-		-		-		-	
W1DOW	0	0,317	0	0,357	-		-	
	-		-		-		-	
W5DOW	0	0,306	0	0,405	-		-	
	-		-		-		-	
W5BSC	0	0,381	0	0,348	-		-	
	-		-		-		-	
W5UTI	0	0,257	0	0,442	-		0	0,343
	-		-		-		-	
W5FIN	0	0,321	0	0,424	-		-	
	-		-		-		-	
W5CYC	0	0,328	0	0,384	0	0,293	-	
	4	0,263	-		-		-	
W5NCY	0	0,282	0	0,431	0	0,262	-	
	-		-		-		-	
W5ENE	0	0,267	0	0,291	-		-	
	-		-		-		-	
W5HCR	0	0,279	0	0,488	-		0	0,294
	-		-		-		-	
W5IDU	0	0,275	0	0,361	0	0,258	-	
	-		-		-		-	
W5TEC	-		0	0,359	-		-	
	-		3	0,276	-		-	
W5TLS	4	0,276	0	0,394	-		0	0,275
	-		-		-		-	
GDAXI	0	0,279	0	0,322	-		-	
	-		-		-		-	
CETOP20	0	0,282	0	0,454	-		-	
	4	0,263	-		-		-	

	ARF_FORRAS/T		ARF_FOTEX		ARF_FREESOFT	
Fogyasztói árindex	4	0,304	-		-	
	-		-		-	
Munkanélküliségi ráta	-		-		-	
	-		-		-	
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	-		-		0	-0,283
	-		-		-	
Brent-olaj	-		0	0,345	-	
	-		-		-	
Arany	-		-		0	0,291
	-		-		-	
W1DOW	0	0,293	0	0,32	0	0,264
	5	0,334	-		-	
W5DOW	0	0,269	0	0,307	0	0,282
	5	0,344	-		-	
W5BSC	5	0,334	0	0,26	-	
	-		-		-	
W5UTI	5	0,323	0	0,273	0	0,295
	-		-		6	0,282
W5FIN	0	0,298	0	0,346	0	0,304
	5	0,324	-		-	
W5CYC	0	0,312	0	0,302	0	0,301
	5	0,314	-		-	
W5NCY	5	0,369	0	0,328	-	
	-		-		-	
W5ENE	-		-		0	0,345
	-		-		-	
W5HCR	5	0,315	0	0,371	0	0,259
	-		-		-	
W5IDU	0	0,303	0	0,301	6	0,288
	5	0,438	-		-	
W5TEC	5	0,295	-		-	
	-		-		-	
W5TLS	0	0,278	0	0,297	0	0,309
	5	0,29	-		6	0,295
GDAXI	0	0,265	0	0,34	9	0,354
	5	0,403	1	0,261	-	
CETOP20	5	0,325	0	0,329	6	0,263
	-		-		-	

	ARF_GENESIS=NOVOTRAD		ARF_KONZUM		ARF_LINAMAR	
Fogyasztói árindex	-		-		0	0,389
	-		-		-	
Munkanélküliségi ráta	-		-		-	
	-		-		-	
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	-		-		2	-0,327
	-		-		-	
Brent-olaj	-		2	0,258	0	0,551
	-		-		2	0,255
Arany	-		0	-0,287	0	0,253
	-		-		1	-0,339
W1DOW	0	0,252	-		0	0,303
	-		-		2	0,424
W5DOW	-		-		0	0,312
	-		-		2	0,424
W5BSC	-		-		0	0,348
	-		-		2	0,36
W5UTI	-		-		0	0,325
	-		-		2	0,37
W5FIN	-		-		0	0,316
	-		-		2	0,408
W5CYC	-		-		0	0,264
	-		-		2	0,42
W5NCY	-		-		0	0,265
	-		-		2	0,419
W5ENE	-		-		0	0,397
	-		-		2	0,277
W5HCR	-		-		2	0,412
	-		-		-	
W5IDU	0	0,264	-		0	0,252
	-		-		2	0,473
W5TEC	-		-		1	0,279
	-		-		2	0,353
W5TLS	-		-		0	0,261
	-		-		2	0,475
GDAXI	0	0,313	-		1	0,461
	-		-		2	0,307
CETOP20	-		-		0	0,262
	-		-		2	0,399

		ARF_MTELEKOM		ARF_MOL		ARF_NUTEX=HUMET
Fogyasztói árindex	2	0,375	2	0,258	-	
	-		-		-	
Munkanélküliségi ráta	6	0,369	6	0,354	-	
	5	0,346	4	0,325	-	
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	0	-0,375	0	-0,526	-	
	-		-		-	
Brent-olaj	0	0,331	0	0,581	-	
	2	0,275	-		-	
Arany	-		0	0,264	-	
	-		-		-	
W1DOW	0	0,439	0	0,656	0	0,275
	2	0,277	-		-	
W5DOW	0	0,411	0	0,722	0	0,29
	2	0,309	2	0,334	-	
W5BSC	0	0,402	0	0,698	-	
	2	0,284	2	0,293	-	
W5UTI	0	0,441	0	0,73	0	0,251
	2	0,379	2	0,349	-	
W5FIN	0	0,441	0	0,712	0	0,283
	2	0,315	2	0,286	-	
W5CYC	0	0,433	0	0,671	0	0,291
	2	0,286	2	0,309	-	
W5NCY	0	0,414	0	0,686	0	0,271
	2	0,308	2	0,341	-	
W5ENE	0	0,401	0	0,708	-	
	-		-		-	
W5HCR	0	0,422	0	0,662	0	0,288
	2	0,308	2	0,281	-	
W5IDU	0	0,348	0	0,663	0	0,288
	2	0,311	2	0,355	-	
W5TEC	0	0,281	0	0,6	0	0,32
	-		2	0,336	1	0,28
W5TLS	0	0,386	0	0,648	0	0,298
	1	0,275	2	0,299	-	
GDAXI	0	0,373	0	0,534	0	0,284
	-		-		-	
CETOP20	0	0,547	0	0,722	0	0,26
	1	0,3	-		-	

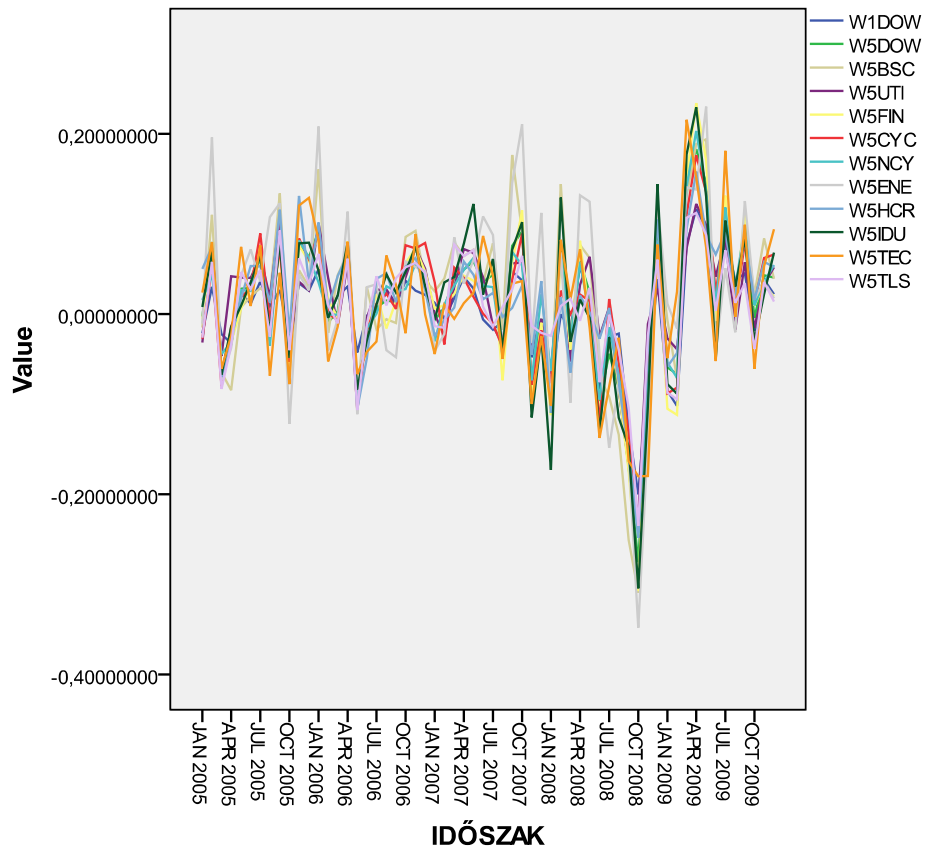
	ARF_PANNERGY =PPLAST		ARF_PFLAX	ARF_PVALTO	
Fogyasztói árindex	-		-		-
	-		-		-
Munkanélküliségi ráta	-		-		-
	-		-		-
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	-		-		-
	-		-		-
Brent-olaj	0	0,279	-		-
	-		-		-
Arany	-		-		-
	-		-		-
W1DOW	0	0,375	-		-
	-		-		-
W5DOW	0	0,423	-		-
	-		-		-
W5BSC	0	0,414	5	0,312	-
	-		-		-
W5UTI	0	0,354	5	0,348	-
	-		-		-
W5FIN	0	0,415	-		-
	-		-		-
W5CYC	0	0,382	-		-
	-		-		-
W5NCY	0	0,423	5	0,301	-
	-		-		-
W5ENE	0	0,322	-		-
	-		-		-
W5HCR	0	0,4	5	0,327	-
	-		-		-
W5IDU	0	0,452	5	0,283	-
	-		-		-
W5TEC	0	0,375	2	0,326	-
	-		-		-
W5TLS	0	0,28	5	0,297	-
	-		-		-
GDAXI	0	0,339	5	0,272	-
	-		-		-
CETOP20	0	0,351	5	0,281	-
	-		-		-

	ARF_PHYLAXIA		ARF_RABA		ARF_RICHTER	
Fogyasztói árindex	3	0,517	4	0,396	-	
	4	-0,349	-		-	
Munkanélküliségi ráta	6	0,435	-		4	0,321
	5	0,367	-		-	
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	10	0,615	0	-0,336	0	-0,36
	8	-0,327	-		-	
Brent-olaj	3	0,394	0	0,324	1	0,314
	-		-		-	
Arany	-		-		-	
	-		-		-	
W1DOW	-		0	0,535	0	0,488
	-		1	0,351	-	
W5DOW	4	0,283	0	0,519	0	0,504
	-		1	0,283	-	
W5BSC	-		0	0,542	0	0,421
	-		1	0,268	-	
W5UTI	-		0	0,49	0	0,553
	-		2	0,258	-	
W5FIN	4	0,33	0	0,527	0	0,511
	-		1	0,278		
W5CYC	4	0,305	0	0,472	0	0,532
	-		1	0,298	-	
W5NCY	4	0,339	0	0,507	0	0,531
	-		1	0,297	-	
W5ENE	3	0,276	0	0,428	0	0,46
	-		-		-	
W5HCR	4	0,268	0	0,47	0	0,686
	-		-		-	
W5IDU	4	0,31	0	0,517	0	0,456
	-		1	0,302	-	
W5TEC	1	0,291	0	0,363	0	0,388
	5	0,321	-		4	0,273
W5TLS	-		0	0,438	0	0,549
	-		1	0,355	-	
GDAXI	1	0,258	0	0,503	0	0,537
	4	0,351	1	0,32	-	
CETOP20	1	0,293	0	0,465	0	0,628
	4	0,303	1	0,261	-	

	ARF_TVK		ARF_ZWACK		ARF_SYNERGON	
Fogyasztói árindex	4	0,276	0	0,273	-	
	-		-		-	
Munkanélküliségi ráta	6	0,335	-		-	
	5	0,268	-		-	
Állampapírpia- referenciahozam, 3 hó	0	-0,25	0	-0,302	-	
	1	-0,261	1	-0,276	-	
Brent-olaj	2	0,439	0	0,417	0	0,277
	-		-		-	
Arany	-		-		-	
	-		-		-	
W1DOW	0	0,453	0	0,362	0	0,413
	1	0,386	1	0,363	-	
W5DOW	0	0,362	0	0,461	0	0,406
	3	0,398	1	0,297	2	0,306
W5BSC	0	0,317	0	0,489	0	0,383
	3	0,425	1	0,344	-	
W5UTI	0	0,392	0	0,53	0	0,403
	2	0,409	1	0,289	2	0,287
W5FIN	0	0,382	0	0,438	0	0,456
	3	0,377	1	0,29	2	0,261
W5CYC	0	0,399	0	0,389	0	0,41
	3	0,364	1	0,289	2	0,292
W5NCY	0	0,354	0	0,446	0	0,406
	3	0,4	1	0,309	2	0,256
W5ENE	3	0,303	0	0,445	0	0,306
	2	0,276	-		2	0,289
W5HCR	0	0,358	0	0,453	0	0,404
	3	0,371	1	0,294	2	0,294
W5IDU	0	0,378	0	0,485	0	0,385
	3	0,377	1	0,292	2	0,329
W5TEC	0	0,297	0	0,285	0	0,306
	3	0,402	-		2	0,322
W5TLS	0	0,302	0	0,368	0	0,359
	1	0,321	-		2	0,309
GDAXI	0	0,469	0	0,297	0	0,399
	1	0,297	1	0,328	-	
CETOP20	0	0,47	0	0,289	0	0,479
	2	0,313	-		-	

6. MELLÉKLET: AZ EGYES INDIKÁTOROK EGYÜTTVÁLTOZÁSÁT

ÁBRÁZOLÓ GRAFIKON



FELHASZNÁLT IRODALOM

- Andersson, T. – Haslam, C. – Lee, E. [2006]: Financialized accounts: Restructuring and return on capital employed in the S&P 500, *Accounting Forum*, Vol. 30., pp. 21-41.
- Arce, M. – Mora, A. [2002]: Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value, *European Accounting Review*, Vol. 11. No. 3., pp. 573-599.
- Ataullah, A. – Higson, A. – Tippet, M. [2006]: Real (Adaptation) Options and the Valuation of Equity: Some Empirical Evidence, *Abacus*, Vol. 42. No. 2., pp. 236-265.
- Balázs Árpád et al. [2006]: Az IFRS-ek rendszere – A Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok rendszere. Magyar Könyvvizsgálói Kamara Oktatási Központ, Budapest.
- Barber, F. – Strack R. [2005]: Az „emberekre alapozott vállalkozás” meglepő gazdaságtana, *Haward Business Manager*, 2005 október.
- Baricz Rezső [1999]: Mérlegtan. Aula Kiadó, Budapest.
- Baricz Rezső [2008]: A számvitel súlypontjai, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, Vol. 50. No. 7-8. jubileumi melléklet, pp. 3-6.
- Baricz Rezső [2009]: A számvitel alapjai – I. rész. Saldo Kiadó, Budapest.
- Barker, R. [2001]: Determining Value – Valuation Models and Financial Statements. Prentice Hall, Harlow.
- Barth, M. E. – Clinch, G. – Shibano Toshi [2003]: Market Effects of Recognition and Disclosure, *Journal of Accounting Research*, Vol. 41. No. 4.. pp. 581-608.

- Barth, M. E. – Clinch, G. [1996]: International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K., Australian, and Canadian Firms, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13. No. 1., pp. 135-170.
- Barth, M. E. – Clinch, G. [1998]: Revalued Financial, Tangible, and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates, *Journal of Accounting Research*, Vol. 36., pp. 199-231.
- Begley, J. – Feltham, G. A. [2002]: The Relation between Market Values, Earnings Forecasts, and Reported Earnings, *Contemporary Accounting Research*, Spring 2002 Vol. 19., pp.1-48.
- Bellinger, B. Vahl, G. [1992]: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis. Gabler Verlag, Wiesbaden.
- Bélyácz Iván [1992a]: A vállalat értékelése. Prodinform, Budapest.
- Bélyácz Iván [1992b]: Privatizáció és tőkeértékelés, *Bankszemle*, Vol. 36. No. 12., pp. 16-22.
- Bélyácz Iván [1995]: A vállalati tőke piaci és benső értékének kapcsolata, *Bankszemle*, Vol. 39. No. 8-9., pp. 10-18.
- Berend T. Iván [2004]: A globalizáció és hatása a centrum-periféria kapcsolatokra Európában. Mindentudás egyeteme, V. szemeszter, 1. előadás – 2004. szeptember 6. www.mindentudas.hu/berend/index.html letöltve: 2010.02.03.
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A. J. [2005]: Befektetések. Aula Kiadó, Budapest.
- Bosnyák János [2003]: Számviteli értékelési eljárások hatása a vállalkozások vagyoni, jövedelmi és pénzügyi helyzetére. Ph.D. értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Gazdálkodástudományi Kar.

Boulton, R. E. S. – Libert, B. D. – Samek, S. M. [2000]: A business model for the new economy, *Journal of Business Strategy*, Vol. 21. No. 4., pp. 29-35.

Brealey – Myers [1999]: Modern Vállalati Pénzügyek. Panem, Budapest.

Brimble, M. – Hodgson, A. [2007]: On the intertemporal value relevance of conventional financial accounting in Australia, *Accounting and Finance*, No. 47., pp. 599-622.

Bryan, D. M. – Tiras S. L. [2007]: The Influence of Forecast Dispersion on the Incremental Explanatory Power of Earnings, Book Value, and Analyst Forecasts on Market Prices, *The Accounting Reveiw*, Vol. 82. No.3., pp. 651-677.

Chambers, R. J. [1965]: Financial Information and the Securities Market, *Abacus*, Vol. 1. No. 1., pp. 3-30.

Chen, G. – Firth, M. – Kim, J. [2002]: The use of accounting information for the valuation of dual-class shares listed on China's stock markets, *Accounting and Business Research*, Vol. 32. No. 3., pp. 123-131.

Chewning Jr. E. G. – Collier, M. – Tuttle, B. [2004]: Do market prices reveal the decision models of sophisticated investors? Evidence from the laboratory, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 29., pp. 739-758.

Conrad, J. – Cornell, B. – Landsman, W. R. [2002]: When is Bad News Relly Bad News?, *The Journal of Finance*, Vol. 57. No. 6., pp. 2507-2532.

Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. [1999]: Vállalatértékelés. Panem – John Wiley & Sons, Budapest.

Czipf Csongor [2005]: Az emberi érték számbavételének szükségessége a vállalatértékelésben. In: Ünnepi dolgozatok – 15 éves a győri közgazdász

képzés. Széchenyi István Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Intézete. Győr.

Damodaran, A. [2005]: Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 1. No. 8., pp. 693-784.

Damodaran, A. [2006]: Befektetések értékelése – Módszerek és eljárások. Panem, Budapest.

Dastgir, M. – Talaneh, A. [2008]: Earnings, Market Value and Option-Based Equity Valuation, *European Journal of Scientific Research*, Vol. 21. No. 2., pp. 296-304.

Darrough, M. – Ye, J. [2007]: Valuation of loss firms in a knowledge-based economy. *Rev Acc Stud*, Vol 12. No 2., pp 61-93.

De Bondt, W. F. M. – Thaler, R. [1985]: Does the Stock Market Overreact?, *The Journal of Finance*, Vol. 40. No. 3., pp. 793-805.

Deegan, C. [2004]: Environmental disclosures and share prices – a discussion about efforts to study this relationship, *Accounting Forum*, Vol. 28., pp. 87-97.

De Mortanges, C. P.– Van Riel, A. [2003]: Brand Equity and Shareholder Value, *European Management Journal*, Vol. 21., No. 4., pp. 521-527.

Dontoh, A. – Radhakrishnan, S. – Ronen, J. [2004]: The Declining Value-relevance of Accounting Information and Non-information-based Trading: An Empirical Analysis, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 21. No. 4., pp. 795-812.

Dutta, S. – Reichelstein, S. [2005]: Stock Price, Earnings and Book Value in Managerial Performance Measures, *The Accounting Review*, Vol. 80. No. 4., pp. 1069-1100.

- Eckstein, C. [2003]: The measurement and recognition of intangible assets: then and now, *Accounting Forum*, Vol. 27., pp. 139-158.
- El Shamy, M. A. – Kayed, M. A. [2005]: The value relevance of earnings and book values in equity valuation: an international perspective – The case of Kuwait, *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 14. No. 1., pp. 68-79.
- Fazakas Gergely [1998]: A vállalatértékelés alapvetései. In: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben. Bankárképző, Budapest.
- Fazakas Gergely [2009]: Az osztalékpolitika vizsgálata Magyarországon. Ph.D. értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola.
- Fogarty, T. J. – Rogers, R. K. [2005]: Financial analysts' reports: an extended institutional theory evaluation, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 30., pp. 331-356.
- Freedman, M. – Patten, D. M. [2004]: Evidence on the pernicious effect of financial report environmental disclosure, *Accounting Forum*, Vol. 28., pp. 27-41.
- Gornik-Tomaszewski, S. – Jermakowicz, E. K. [2001]: Accounting-based Valuation of Polish Listed Companies, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 12. No. 1., pp. 50-74.
- Graham, B. – Dodd, D. L. [1934]: Security Analysis. McGraw – Hill Book Company Inc., London.
- Griffin, J. M. – Lemmon, M. L. [2002]: Book-to-Market Equity, Distress Risk, and Stock Returns, *The Journal of Finance*, Vol. 57. No. 5., pp. 2317-2335.
- Grimsey, D. – Lewis, M. K. [2005]: Are Public Private Partnerships value for money? Evaluating alternative approaches and comparing academic and practitioner views, *Accounting Forum*, Vol. 29., pp. 345-378.

Grove, H. D. – Selto, F. – Hanbery, G.[1990]: The Effect of Information System Intangibles on the Market Value of the Firm, *Journal of Information Systems*, Vol. 4., pp. 36-47.

Gyökér Irén – Gösi Zsuzsanna [2002]: A humán erőforrás és a képzés értékelése. *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, Vol. 44. No. 3., pp. 128-130.

Gyulaffyné Berényi Mária – Kaszás Mónika [1994]: Tőzsdeelemzés. Saldo Kiadó, Budapest.

Hassel, L. – Nilsson, H. – Nyquist, S. [2005]: The Value Relevance of Environmental Performance, *European Accounting Review*, Vol. 14. No. 1., pp. 41-61.

Havas István [2002]: Értékfajták, értékelési standardok a vállalkozások értékelésében, elemzésében, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, Vol. 44. No. 9., pp. 385-391.

Heinen, E. [1986]: Mérlegelméleti alapok. (kézirat fordítása) Budapest.

Hellström, K. [2006]: The Value Relevance of Financial Accounting Information in Transition Economy: The Case of Czech Republic, *European Accounting Review*, Vol. 15. No. 3., pp. 325-349.

Heno, R. [2010]: Jahresabschluss nach Handelsrecht, Steuerrecht und internationalen Standards (IFRS). Physica-Verlag, Heidelberg.

Herbály-Tóth Zsuzsanna Eszter [2004]: Az intellektuális tőke mérésének kihívásai a globalizálódó gazdaságban. In: A globalizáció hatása a hazai és a nemzetközi társadalmi-gazdasági folyamatokra. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar Műszaki Menedzsment Gazdálkodás- és Szervezéstudományi Doktori Iskola.

- Higgins, R. C. [2000]: Analysis for Financial Management. McGraw-Hill, Boston.
- Hitchner, J. R. [2003]: Financial Valuation – Applications and Models. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken.
- Horváth Ágnes [2005]: A vállalati értékteremtés szubjektív tényezői. *E-tudomány*, No. 1., pp. IV-1 - IV-16.
- Hovav, A. – D’Arcy, J. [2004]: The Impact of Virus Attack Announcements on the Market Value of Firms, *Information Systems Security*, No. 5-6., pp. 32-40.
- Jaksity György [1998]: A részvényelemzés egy százada és néhány mai probléma. In: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben. Bankárképző, Budapest.
- Jermakowicz, E. – Prather-Kinsey, J. – Wulf, I. [2007]: The Value Relevance of Accounting Income Reported by DAX-30 German Companies, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 18. No. 3., pp. 151-191.
- Juhász Péter [2004]: Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívül tételeinek értékelési problémái. Ph.D. értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástudományi Kar.
- Kallapur, S. – Kwan, S. Y. S. [2004]: The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by U.K. Firms, *The Accounting Review*, Vol. 79. No. 1., pp. 151-172.
- Keasey, K. – McGuinness, P. B. [2008]: Firm value and its relation to equity retention levels, forecast earnings disclosures and underpricing in initial public offerings in Hong Kong, *Internatonal Business Review*, Vol. 17., pp. 642-662.
- Kertész Márta [1999]: Tőzsdeismeretek. Saldo Kiadó, Budapest.

King, R. D. – Langli, J. C. [1998]: Accounting Diversity and Firm Valuation, *The International Journal of Accounting*, Vol. 33. No. 5., pp. 529-567.

Király Júlia – Száz János [2000]: Pénzügy, jog, számvitel – a száadvég elektronikus tőzsdéjének tükrében. In: Racionalitás és méltányosság. Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest.

Koller, T. – Goedhart, M. – Wessels, D. [2005]: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. John Wiley & Sons Inc, Boston.

Korányi G Tamás [2008a]: Az Orco a legolcsóbb a tőzsdén – A könyvérték másfélszeresén forognak a társaságok, *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=380637> letöltve: 2010.02.05.

Korányi G Tamás [2008b]: Könyvértékük alatt a magyar tőzsdei cégek, *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=388744> letöltve: 2009.02.17.

Korányi G Tamás [2009a]: Először veszteséges a negyedév – A tőzsdei cégeknek csak a fele csinált profitot az első negyedévben, *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=407633> letöltve: 2010.02.05.

Korányi G Tamás [2009b]: Ettől zuhant a BUX, *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=418512> letöltve: 2010.02.05.

Korányi G Tamás [2009c]: Budapesti tőzsde: két évtized a hullámvasúton, *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/5000/default.asp?cCenter=article.asp&nID=418976> letöltve: 2010.02.05.

Kostolany, A. [1990]: A pénz és a tőzsde csodavilága. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

- Kostolany, A. [2000]: Tőzsdepszichológia Kávéházi előadások. Perfekt Kiadó, Budapest,
- Kyriazis, D. – Diacogiannis, G. [2007]: Testing the performance of value strategies in the Athens Stock Exchange, *Applied Financial Economics*, Vol. 17., pp. 1511-1528.
- Lakatos László Péter [2009]: A számvitel szabályozása és a pénzügyi kimutatások hasznosságának megítélése. Ph.D. értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola.
- Lorraine, N. H. J. – Collison, D. J. – Power, D. M. [2004]: An analysis of the stock market impact of environmental performance information, *Accounting Forum*, Vol. 28., pp. 7-26.
- Lovas András [2007]: Nem a kiskereszvényeseknek áll a zászló – Rejtett értékek az áramszolgáltatókban. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=347751> letöltve: 2010.02.05.
- Lovas András [2008]: Megtömi a zsebünket az elnökválasztási év? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=357089> letöltve: 2010.02.05.
- Lovas András [2009a]: A maci a kivezetést szereti – Tovább fogyhatnak a tőzsdei cégek. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=396409> letöltve: 2010.02.05.
- Lovas András [2009b]: Hamarosan mindent el kell adni? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=404728> letöltve: 2010.02.05.
- Lovas András [2009c]: Gyülekeznek a viharfellegek. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=405376> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009d]: Alaposan megugrott a forgalom – Visszatértek a régi szép idők a tőzsdén. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=408719> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009e]: Lezuhan-e az OTP a félelem faláról? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=408695> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009f]: A „mi tőzsdénk” lett a BÉT – Kezükbe vették a magyar magánbefektetők a tőzsdét. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=416967> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009g]: Tényleg a munkanélküliek intézik el a tőzsdét? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=419111> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009h]: Kipukkadt a Richter-lufi, érdemes belenyúlni? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=419470> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009i]: Egyre magasabb áron adták oda nekik a papírt – A shortosoknak köszönhetjük az 5000 forintos OTP-t? *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=422156> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2009j]: Felminősítették az OTP-t, irány a hatezer forint. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=423721> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2010a]: Nagy lejtmenet készül, mindez a politika miatt. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=432188> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2010b]: Elmarad a Fi-bessz? – Nem rázzák meg a választások a tőzsdét! *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=432369> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2010c]: Tényleg a farok csóválja...? – Nem feltétlenül jelzi előre a tőzsde az eredményeket. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=433060> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2010d]: Készülj a legrosszabbra, jön a következő krach. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=433695> letöltve: 2010.02.05.

Lovas András [2010e]: Ne ess pánikba! *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=434767> letöltve: 2010.02.05.

Malkiel, B. G. [1992]: Bolyongás a Wall Streeten. Nemzetközi Bankárképző Központ, Budapest.

Maritan, C. A. – Schnatterly, K. [2002]: Intangible capital as drivers of value: resources, capabilities and management systems, *Academy of Management Proceedings*, pp. S1-S6.

Martin Hajdu György [1998]: Vállalatok adásvétele papírra vetett számok alapján. In: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben. Bankárképző, Budapest.

Mezősi Tamás [2008]: Már a vagyon sem számít. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=388663> letöltve: 2010.02.05.

Mezősi Tamás [2009a]: Messze könyvérték alatt járnak az árfolyamok. *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=398751> letöltve: 2010.02.05.

Mezősi Tamás [2009b]: Feleződtek a profitok! *Napi gazdaság online*. <http://www.napi.hu/cikkek/?nID=427376> letöltve: 2010.02.05.

Mozes, H. A. [2002]: The Value Relevance of Financial Institutions' Fair Value Disclosures: A Study in the Difficulty of Linking Unrealized Gains and Losses to Equity Values, *Abacus*, Vol. 38. No. 1, pp. 1-15.

Ohlson, J. A. [1995]: Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11. No. 2., pp. 661-687.

Pálfalvi László [2008]: Olaj és IFRS, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, Vol. 50. No. 7-8., pp. 303-307.

Pedersen, T. – Steen, T. [2003]: Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity, *Journal of Management & Governance*, Vol. 7. No. 1., pp. 27-55.

Penman, S. – Richardson, S. A. – Tuna, I. [2007]: The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45. No. 2., pp. 427-465.

Peterkort, R. F. – Nielsen, J. F. [2005]: Is the book-to-market ratio a measure of risk?, *The Journal of Financial Research*, Vol. 28. No. 4., pp. 487-502.

Philips, G. E. [1968]: An Entity-Value for Assets and Equities, *Abacus*, Vol. 4. No. 2., pp. 142-152.

Picot, A. – Scheuble, S. [1998]: Die Rolle des Wissensmanagements in erfolgreichen Unternehmen. Előadás: Ludwig Maximilians Universität, 1998.11.10., München.

Pratt, S. P. [1992]: Üzletértékelés – Módszertan és gyakorlat. Kossuth Könyvkiadó, Budapest.

Preston, L. E. [2004]: Reputation as a source of corporate social capital, *Journal of General Management*, Vol. 30 No. 2., pp. 43-49.

Rappaport, A. [2002]: A tulajdonosi érték. Alinea Kiadó, Budapest.

Ronen, J. [2008]: To Fair Value or Not to Fair Value: A Broader Perspective, *Abacus*, Vol. 44. No. 2., pp. 181-208.

Rose, C. – Thomsen, S. [2004]: The Impact of Corporate Reputation on Performance: Some Danish Evidence, *European Management Journal*, Vol. 22. No. 2., pp. 201-210.

Roychowdhury, S. – Watts, L. W. [2007]: Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 44., pp. 2-31.

Sajtos László – Mitev Ariel [2007]: SPSS kutatási és adatelemzési kézikönyv. Alinea Kiadó, Budapest.

Staubus, G. J. [2004]: Two Views of Accounting Measurement, *Abacus*, Vol. 40. No. 3., pp. 265-279.

Stiglitz, J. E. [2008a]: The financial crisis of 2007/2008 and its macroeconomic consequences.

http://www2.gsb.columbia.edu/faculty/jstiglitz/download/papers/2008_Financial_Crisis.pdf letöltve: 2010.02.03.

Stiglitz, J. E. [2008b]: Falling Down. *The New Republic online*.

<http://www.tnr.com/article/falling-down> letöltve: 2010.02.03.

Stiglitz, J. E. [2008c]: The End of Neo-liberalism? *Project Syndicate online*.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz101> letöltve: 2010.02.03.

Stiglitz, J. E. [2008d]: Markets Can't Rule Themselves. *Newsweek online*.

<http://www.newsweek.com/id/177447/output/print> letöltve: 2010.02.03.

Stiglitz, J. E. [2009]: The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory, *Eastern Economic Journal*, No. 35., pp. 281-296.

Stiglitz, J. E. [2010a]: Why we have to change capitalism. *Telegraph online*.
<http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/7061058/Joseph-Stiglitz-Why-we-...> letöltve: 2010.02.03.

Stiglitz, J. E. [2010b]: Opinion Opinion: The Way Forward on the Economy. *Aol News online*.
<http://www.aolnews.com/opinion/article/opinion-the-way-forward-on-the-economy/19324819> letöltve: 2010.02.03.

Sulyok-Pap Márta [1998]: Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban? In: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben. Bankárképző, Budapest.

Sveiby, K. E. [2001]: Szervezetek új gazdasága: a menedzselt tudás. KJK-Kerszöv, Budapest.

Thinggaard, F. – Damkier, J. [2008]: Has financial statement information become less relevant? Longitudinal evidence from Denmark, *Scandinavian Journal of Management*, No. 24., pp. 375-387.

Tompa Miklós [1995]: A tőzsdei árfolyam és a vállalat piaci értéke, *Építési Piac*, Vol. 29. No. 5., pp. 30-32.

Turley, S. [2008]: Discussion of Ronen, *Abacus*, Vol. 44. No. 2., pp. 209-216.

Ulbert József [1990]: Befektető vagy tulajdonos, *Bankszemle*, Vol. 34. No. 9-10., pp. 14-20.

Ulbert József [1994]: A vállalat értéke. Janus Pannonius Tudományegyetem, Pécs.

Whittington, G. [2008]: Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View, *Abacus*, Vol. 44. No. 2., pp. 139-168.

Woolridge, R. – Gray, G. [2003]: The new corporate finance capital markets and valuation: an introductory text. Kendall / Hunt Publishing Company.

Zabala, I. – Panadero, G. – Gallardo, L. M. – Amate, C. M. – Sánchez-Galindo, M. – Tena, I. – Villalba, I. [2005]: Corporate Reputation in Professional Services Firms: 'Reputation Management Based on Intellectual Capital Management', *Corporate Reputation Review*, Vol. 8., pp. 59-71.

Zhang, X.-J. [2000]: Conservative accounting and equity valuation, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29., pp. 125-149.

Zhang, G. [2000]: Accounting Information, Capital Investment Decisions, and Equity Valuation: Theory and Empirical Implications, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38. No. 2., pp. 471-295.

Adatgyűjtéshez felhasznált honlapok:

<http://finance.yahoo.com/>

http://production.investis.com/bp2/download/brent_oil/

<http://www.bet.hu/>

<http://www.gold.org/>

<http://www.mnb.hu/>

AZ ÉRTEKEZÉS TÉMAKÖRÉVEL KAPCSOLATOS SAJÁT PUBLIKÁCIÓK

Martin Kíra [2012]: A számviteli adatok értékrelevanciája a nemzetközi kutatások tükrében, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, Vol. 54. No. 3., p. 138. és <http://www.szak-ma.hu>

Martin Kíra [2012]: A könyv szerinti érték és az eredményváltozók hatása a részvényárfolyamokra, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, 2012. második negyedév (megjelenés alatt)

Martin Kíra [2012]: A vállalkozások piaci értékének alakulását befolyásoló tényezők számviteli nézőpontú elemzése, *Számvitel – Adó – Könyvvizsgálat*, 2012. második negyedév (megjelenés alatt)

Martin Kíra [2012]: A számviteli információk és a részvényárfolyam kapcsolatának empirikus vizsgálata. In: MTA VEAB Közgazdasági Munkabizottsága és a Pannon Egyetem Számvitel és Kontrolling Tanszékének tudományos ülése. (megjelenés alatt)

Kíra Martin [2011]: An empirical analysis of the connection of accounting information and share prices. In: Proceedings of FIKUSZ 2011 – Symposium for Young Researchers, pp. 91-102. ISBN 978-615-5018-25-1.

Kíra Martin [2011]: An empirical analysis of the connection of accounting information and share prices. FIKUSZ 2011 – Symposium for Young Researchers International Conference at Óbuda University, 11. November 2011.

Martin Kíra [2011]: A számviteli információk és a részvényárfolyam kapcsolatának empirikus vizsgálata. MTA VEAB Közgazdasági Munkabizottsága és a Pannon Egyetem Számvitel és Kontrolling Tanszékének tudományos ülése, 2011. október 14.