



Közzététel: 2025. január 28.

A tanulmány címe:

A vagyonérték és a hozamérték közötti priorizálás az európai tőzsdei részvények árazási gyakorlatában

Szerzők:

TAKÁCS ANDRÁS

a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Pénzügy és Számvitel Intézetének
egyetemi tanára

E-mail: takacs.andras@ktk.pte.hu

DOBAY BALÁZS

a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola
PhD-hallgatója

E-mail: dobay.balazs@ktk.pte.hu

DOI: <https://doi.org/10.20311/stat2025.1.hu0005>

Az alábbi feltételek érvényesek minden, a Központi Statisztikai Hivatal (a továbbiakban: KSH) Statisztikai Szemle c. folyóiratában (a továbbiakban: Folyóirat) megjelenő tanulmányra. Felhasználó a tanulmány vagy annak részei felhasználásával egyidejűleg tudomásul veszi a jelen dokumentumban foglalt felhasználási feltételeket, és azokat magára nézve kötelezőnek fogadja el. Tudomásul veszi, hogy a jelen feltételek megszegéséből eredő valamennyi kárért felelősséggel tartozik.

1. A jogszabályi tartalom kivételével a tanulmányok a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény (Szt.) szerint szerzői műnek minősülnek. A szerzői jog jogosultja a KSH.
2. A KSH földrajzi és időbeli korlátozás nélküli, nem kizárólagos, nem átdadható, térítésmentes felhasználási jogot biztosít a Felhasználó részére a tanulmány vonatkozásában.
3. A felhasználási jog keretében a Felhasználó jogosult a tanulmány:
 - a) oktatási és kutatási célú felhasználására (nyilvánosságra hozatalára és továbbítására a 4. pontban foglalt kivétellel) a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
 - b) tartalmáról összefoglaló készítésére az írott és az elektronikus médiában a Folyóirat és a szerző(k) feltüntetésével;
 - c) részletének idézésére – az átvevő mű jellege és célja által indokolt terjedelemben és az eredetihez híven – a forrás, valamint az ott megjelölt szerző(k) megnevezésével.
4. A Felhasználó nem jogosult a tanulmány továbbértékesítésére, haszonszerzési célú felhasználására. Ez a korlátozás nem érinti a tanulmány felhasználásával előállított, de az Szt. szerint önálló szerzői műnek minősülő mű ilyen célú felhasználását.
5. A tanulmány átdolgozása, újra publikálása tilos.
6. A 3. a)–c) pontban foglaltak alapján a Folyóiratot és a szerző(ke)t az alábbiak szerint kell feltüntetni:
„*Forrás: Statisztikai Szemle c. folyóirat 103. évfolyam 1. számában megjelent, Takács András – Dobay Balázs által írt, A vagyonérték és a hozamérték közötti priorizálás az európai tőzsdei részvények árazási gyakorlatában című tanulmány (link csatolása)*”
7. A Folyóiratban megjelenő tanulmányok kutatói véleményeket tükröznek, amelyek nem feltétlenül esnek egybe a KSH vagy a szerzők által képviselt intézmények hivatalos álláspontjával.

Takács András – Dobay Balázs

A vagyontérték és a hozamérték közötti priorizálás az európai tőzsdei részvények árazási gyakorlatában^{*}

The prioritisation between cost-based and income-based valuation approaches in the pricing of European listed shares

Takács András, a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Pénzügy és Számvitel Intézetének egyetemi tanára

E-mail: takacs.andras@ktk.pte.hu

Dobay Balázs, a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola PhD-hallgatója

E-mail: dobay.balazs@ktk.pte.hu

A vállalatértékelési módszereket a gyakorló szakemberek befektetési tanácsadásra vagy saját egyéni befektetési döntéseik megalapozására, portfóliójuk optimalizálására alkalmazzák. A tudomány képviselői ugyanakkor arra is igyekeznek felhasználni a modern értékelési eszköztárat, hogy megértsék, a különböző tőzsdéken kialakuló árfolyamok, azaz a szakmai befektetők döntései mögött milyen értékelési megközelítések jelennek meg, tehát azt keresik, hogy a fundamentális értékelés melyik módszere képes a leghatékonyabban magyarázni a tőzsdei árfolyamot. Tanulmányunkban 843 európai tőzsdei vállalat 2014 és 2023 közti adatait felhasználva összevetjük a vagyon- és hozamérték-módszerek árfolyam-magyarázó képességét, valamint a Nemzetközi Értékelési Standardokban definiált legjobb hasznosítás elvének érvényesülését. Eredményeink arra utalnak, hogy az egyes módszereket önmagukban vizsgálva az értékelők által preferált és elsődleges választásnak tekintett hozamalapú eljárásnál erősebb együtt mozgást mutat a részvényárfolyammal, a vagyonalapú módszerrel kalkulált, részvényegységre vetített érték, ugyanakkor az árfolyamra nézve a legjobb hasznosítás elve szerint meghatározott érték, azaz a vagyon- és a hozamérték közül a magasabb rendelkezik a legerősebb magyarázóerővel.

Kulcsszavak: vagyontérték, hozamérték, legjobb hasznosítás elve, európai tőzsdei vállalatok

Valuation methods are used by practitioners to provide investment advice or for their own individual investment decisions and optimising their portfolios. At the same time, academics are also trying to use modern valuation tools to understand investor decisions behind market prices, in other words, they investigate which valuation method can best explain the stock price. Using data from 843 European listed companies between 2014 and 2023, our study compares the ability of cost-based and income-based valuation methods to explain stock prices, furthermore, we examine if investors apply the highest and best use principle as defined by the International Valuation Standards. Our results

^{*}A tanulmány a TKP2021-NKTA-19 számú projekt keretében, az Innovációs és Technológiai Minisztérium Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alapból nyújtott támogatásával, a TKP2021-NKTA pályázati program finanszírozásában valósult meg.

suggest that, when each method is considered alone, the cost-based approach is in a stronger relationship with the stock price than the income-based method, which is the preferred choice of valuers and is considered the primary choice. However, our main finding is that the value determined based on the highest and best use principle, i.e. the higher of the cost- and income-based methods, has the strongest explanatory power on the stock price.

Keywords: cost approach, income approach, highest and best use principle, European listed companies

A vállalatértékelés nemzetközi szakirodalma három fő módszertani megközelítést alkalmaz: a vagyonalapú, a hozamalapú és a relatív (összehasonlító) értékelést. E módszerek közül az értékelő különböző szempontok alapján tudja kiválasztani az adott értékelési szituációhoz és az adott vállalati jellemzőkhöz legjobban illeszkedő, ezáltal a legpontosabb értéket eredményező eljárást. Az értékelés során az értékelő több értékelési módszerrel is dolgozhat, melyek természetükből fakadóan különböző eredményekre vezethetnek. Korábban a szakirodalom egy köre beszélt az egyes értékek kombinálhatóságáról (*Ulbert, 1997*), azonban a gyakorlat ezt a későbbiekben elvetette. A Nemzetközi Értékelési Standardokban (International Valuation Standards, IVS) bevezetésre került az ún. legjobb hasznosítás elve (*highest and best use principle*), amely szerint különböző módszerekkel kapott eltérő értékek egymással semmilyen módon nem kombinálhatók (nem átlagolhatók), ehelyett az értékelőnek mindenkor a magasabb értéket kell megállapítania piaci értéként (*IVSC, 2022*). Az elv logikai hátterét az adja, hogy a legnagyobb érték kiválasztása egyben a racionális választást is jelenti, hiszen amikor az érték meghatározásában érdekelt fél választ a lehetséges hasznosítási módok között, mint például a felszámolás, likvidálás (melyet a vagyonérték fejez ki helyesen) és a vállalat további működtetése (melyet a hozamérték ragad meg megfelelően), akkor a döntését a számára elérhető legnagyobb haszon alapján fogja meghozni. Másrészt pedig az említett két gazdasági alternatíva – a működés megszüntetése vagy folytatása – kölcsönösen kizárja egymást, ezért párhuzamos, átlagolt szerepeltetésük módszertanilag értelmetlen, szakmailag helytelen megoldás.

Míg az értékelési gyakorlatban a legjobb hasznosítás elvének alkalmazása az IVS (International Valuation Standards) első verziójának megjelenése óta eltelt mintegy két évtizedben magától értetődővé vált, a tudományos kutatások igen kevés figyelmet fordítottak erre a módszertani megoldásra, ami különösen igaz a hazai publikációkra. E tanulmányban egy jelentős méretű, európai tőzsdei vállalatokból álló mintán előbb újra megvizsgáljuk a korábbi tanulmányokban már feltett kérdést, miszerint a vagyon- vagy a hozamalapú értékelési módszerrel kapott érték-

mutató magyarázza-e hatékonyabban a részvényárfolyamot, majd ismertetjük a legjobb hasznosítás elvére vonatkozó új tudományos eredményeinket, amellyel statisztikai eszközökkel igazoljuk, hogy az árfolyamra legjobban illeszkedő értéket a vagy- és a hozamérték közül a magasabb választásával kaphatja az értékelő.

1. Szakirodalmi háttér

A vállalatértékelés területén *Damodaran (2012)*, *Fernandez (2007)*, valamint *Koller és szerzőtársai (2010)* munkái tekinthetők megkerülhetetlen alapműveknek. *Damodaran (2012)* szerint alapvetően három alapvető (bár nem kizárólagos) értékelési módszer határozható meg: a kockázat mértékével korrigált diszkontrátával számított diszkontált cash flow (DCF) és annak vagyonalapú megoldása a saját tőkére jutó pénzáramok saját tőke költségével történő diszkontálásával, másrészt a relatív értékelés, más hasonló eszközök értékéhez igazítva, és végül – amennyiben az releváns – a reálopciók értékelés opcióárazási modell segítségével.

Fernandez (2007) a diszkontált cash flow erőteljes kiemelése mellett az értékelési módszereket négy csoportba rendezi: mérlegalapú módszerek (vagyonalapú), eredménykimutatás-alapú módszerek (relatív), vegyes módszerek (kombinált, hozzáadott érték, opció), valamint a diszkontált cash flow alapú módszerek.

Koller és szerzőtársai (2010) a diszkontált cash flow-ra, illetve diszkontált eredményre helyezi a hangsúlyt a vagyonalapú és az opciók értékelés mellett.

A vagyonalapú értékelés a vállalat jelenlegi vagyonának becslésén alapul. Az értékelés elvégzésének helyénvalóságát alátámasztja, hogy a vállalat vagyonának piaci értéke minden esetben lehetséges alternatíva, mely a vállalat működéséből fakadó hozamjellegű értékeket nem veszi figyelembe, hanem pusztán a vagyon valamilyen választott módszer szerinti értékelésén alapul. Az értékelés alapja a saját tőke értékének meghatározása. Ilyen módszer lehet a könyv szerinti értéken alapuló becslés mint legegyszerűbb megközelítés, hiszen a számviteli nyilvántartásokból közvetlenül és gyorsan meghatározható. Felmerülhet a kérdés, hogy a könyv szerinti érték piaci értéknek való elfogadása mennyire helytálló (*Fernandez, 2007*), tehát minden esetben vizsgálandó, hogy a vállalat élt-e olyan számviteli lehetőségekkel, amelyek a könyv szerinti értékét a piaci értékhez közelítik (pl.: valós értékelés). Amennyiben vizsgálatunk tárgya az Európában (mint jelen tanulmányban) vagy például az Egyesült Államokban tőzsdén jegyzett vállalatok értéke, ott a releváns számviteli előírások – mint az IFRS (IFRS 13) és a US GAAP (USA FASB ASC 820) – megkövetelik az eszközök valós értéken történő szerepeltetését a beszámolóban (*IASB, 2011; FASB, 2011*). A valós érték fogalma ezekben a standardokban nem újként, az előbbiben 1982-ben, utóbbiban 1985-ben

jelent meg (Kovács, 2012). Ebből – és a könyvvizsgálati kötelezettségből – kifolyólag ezen vállalatok közétett beszámolóit tekintetében a saját tőke értéke piacinak fogadható el. Ellenkező esetben azonban előtérbe kerül a rekonstrukciós érték, mely az egyes eszközök újra-előállítási költségére, illetve újrabeszerzési költségének meghatározására törekszik, korrigálva a könyv szerinti érték nem piaci áron történő bemutatásából fakadó értékelési hibalehetőséget (Fernandez, 2007). A vagyonalapú értékelésnél speciális esetben (felszámolási helyzetben lévő cégek értékelésekor) beszélhetünk még likvidációs értékről, mint azon értékről, mely alatt a likvidálható vagyonelem biztosan nem értékesíthető. A vagyonalapú megközelítés sajátosságából fakadóan az értékelési gyakorlatban bázisként használt, mindig elvégezhető alapszámítás. Önállóan akkor lehet helytálló, ha a hozamalapú értékelésnek akadályai vannak. Ilyen akadályok a tartósan negatív vagy a nullához közelítő hozamú működés vagy a nonprofit jelleg, ahol a cash flow jellegű modellek számítási alapja okoz nehézséget, valamint a magas, illetve erősen hullámzó inflációjú makrokörnyezet, ahol viszont a diszkonttényező meghatározása kétséges, ezáltal az eredmény sem megbízható.

A hozamalapú eljárások fókuszában a diszkontált cash flow (DCF), illetve a diszkontált eredmény áll. Damodaran (2012) kimondja, hogy a DCF bár csak egyike a legfontosabb megközelítéseknek, mégis alapjaiban erre épül a többi megközelítés használhatósága is. Fernandez (2007) egyenesen az egyetlen koncepcióként helyes eljárásnak említi. A DCF-megközelítés fókuszában az eszközökből fakadó várható jövőbeni pénzáramok összesített jelenértéke áll. Vállalatértékelésnél – a vállalkozás folytatásának elve alapján – főszabályként ez a periódus számunkra a végtelent jelenti (mely alól kivételt jelentenek például a meghatározott időre létrehozott projektvállalatok). Célunk tehát a jövőbeni pénzáramok meghatározása, és annak megállapítása, hogy milyen diszkontrátát kell alkalmazni ahhoz, hogy a jelenérték megbízható legyen. A legismertebb két megközelítésből elsőként említhető a Free Cash Flow (FCF) -modell, mely olyan adózás utáni működési cash flow meghatározásból indul ki, amely az idegen tőke finanszírozásával kapcsolatos pénzmozgást (tőketörlesztés és kamata) figyelmen kívül hagyja csakúgy, mint a tulajdonosok osztalékigényeit. Az FCF kiindulópontja az adózás és kamatfizetés előtti eredmény (Earnings Before Interest and Tax, EBIT), melyet a tartós eszközök és a forgótőke változásaiból eredő pénzmozgásokkal korrigálunk. Az így kapott érték egy olyan pénzáram, amelyből mind a hitelezők, mind a tulajdonosok igényeinek kielégítése történik (Takács, 2008). Ebből azonban következik, hogy diszkonttényezője a tőke súlyozott átlagköltsége (Weighted Average Cost of Capital, WACC) lehet, a diszkontálás elvégzésével pedig a teljes vállalati értéket (a tulajdonosokhoz és a hitelezőkhöz rendelhető értékkomponensek együttesét) kapjuk meg. Másodsorban említhető az Equity Cash Flow (ECF) -modell, amely az adózott eredményből indul ki, és a tulajdonosok számára azt a pénzáramot mutatja, mely a befektetett eszközök növekedésének finanszírozása, a forgótőkeigény

növekménye, az idegen tőkével kapcsolatos tőke- és kamattörlesztések és az új idegen tőke bevonása után elérhető. Az ECF diszkonttényezőjének a saját tőke elvárt megtérülését kell felhasználni, melyből eredményként a saját tőke (a vállalatban lévő teljes üzletrész) értéke adódik.

Az amerikai szakirodalomban előnyben részesített DCF-értékeléssel szemben a diszkontált eredmény alapú értékelés nem alakítja pénzárammá a számviteli eredményt, arra hivatkozva, hogy a DCF létrehozásához vezető mérlegváltozások ingadozása erőteljesen befolyásolhatja a számítást, és a vállalatok jelentős részénél a számviteli eredmény jobban meghatározható trendet követ (*Erb–Takács, 2020*). Az eredményalapú értékelés a DCF-értékeléssel analóg, azonban amikor a teljes vállalat értékét akarjuk meghatározni, akkor az FCF helyett a kölcsöntőke nélküli adózott eredmény adatával, ha pedig a tulajdonosra eső értéket keressük, akkor ECF helyett az eredménykimutatásban szereplő adózott eredmény adatával dolgozunk és diszkontáljuk a megfelelő rátával.

Bármely modellt választjuk az értékelés céljától függően, szükséges a végtelen időtartam kezelése. Amennyiben nem feltételezünk növekedést, akkor az egyszerű örökjáradék jelentheti a megoldást, melyben kiindulópontunk módszertől függően például az utolsó lezárt év hozama, melynek ismétlődését végtelen időtávra vonatkozóan feltételezzük. Amennyiben a vállalat tőkeköltsége jellemzően állandó, de hozamai növekednek, akkor matematikai megközelítésben a növekvő örökjáradékkal írható le a hozamsor, amely az egyszerű örökjáradék képletét egy növekedési rátával korrigálva határozza meg a hozamok összesített jelenértékét. A valóság azonban azt mutatja, hogy sem az állandóság, sem az egyenletes mértékű, folyamatos emelkedés nem helytálló. A szakirodalomban ennek kezelésére jelentek meg a többfázisú modellek, melyek a növekedést dedikált szakaszokra bontják, melyek között egy vagy két előrejelzési periódus, valamint egy utolsó, végtelenbe nyúló szakasz jelenik meg (*Várkonyi, 2019*). A valósághoz történő közelítés kulcsa a fázisok eltérő hozamainak, növekedési tényezőinek és diszkonttényezőinek meghatározásában rejlik.

A relatív (összehasonlító) értékelés a világon legtöbbször használt értékelési forma (*Damodaran, 2012*), azonban ennek oka leginkább annak közkedveltsége az Egyesült Államok területén. Az amerikai tőzsdén jegyzett vállalatok nagy mennyiségű kronologikus adata és a megfigyelt tranzakciók számossága miatt, valamint azok iparági és egyéb ismérvek szerinti bontásának rendelkezésre állása miatt értelmezhető ott az a megközelítés, mely egy kisebb mintán nehezen vagy egyáltalán nem értelmezhető. Ez az értékelési módszertan a vállalat egyedi sajátosságait legkevésbé figyelembe vevő, a gyakorlatban inkább árbecslésre, illetve más értékelési módszertan validálására, valamint az értékelt vállalat teljesítményének a versenytársakéval való összehasonlítására alkalmas technika (*Koller et al., 2010*), ebből kifolyólag jelen kutatásunkban sem alkalmazzuk.

Annak ellenére, hogy a kutatók és a gyakorló szakemberek többsége a hozamalapú értékelést tartja módszertani szempontból a leginkább helyesnek, azok a korábbi munkák, amelyek a különböző értékelési módszerek árfolyammagyarázó képességét vetették össze – mint például *Takács (2007)* –, jellemzően azt találták, hogy a részvényárfolyamokra nézve a legmagasabb magyarázóerővel a vagyonerő bír. Jelen munkánkkal azt igyekszünk bizonyítani, hogy a vagyon- és a hozamalapú megközelítésnek a legjobb hasznosítás elve mentén történő „megversenyeztetésével” az árfolyamra nézve minden egyedi módszernél hatékonyabb magyarázóváltozóhoz jutunk.

2. Az alkalmazott módszertan

2.1. Modellváltozók

Vizsgálatunkat paneladatbázison végezzük el. Fő kutatási kérdésünk – azaz, hogy a tulajdonosi érték melyik értékelési megközelítés melletti számítása mutatja a legerősebb együtt mozgást a részvényárfolyammal – kiindulva az alkalmazott modelljeinkben eredményváltozóként minden esetben az adott évi záró részvényárfolyam ($\dot{A}RF_{i,t}$, ahol i a vállalatot, t pedig az időszakot jelöli) értékét használjuk fel, a jelentős abszolútértékbeli eltérések hatásának tompítása céljából logaritmizált formában.

$$\log_ \dot{A}RF_{i,t} = \ln(\dot{A}RF_{i,t}) \quad (1)$$

A modellekben az előzőekben ismertetett különböző értékelési megközelítések vizsgálata érdekében többféle magyarázóváltozót alkalmazunk. Közülük az első ($\log_V\dot{E}_{i,t}$) a vagyonerőket ragadja meg, melyet az adott évi mérleg szerinti saját tőke ($ST_{i,t}$) egy részvényre vetített – a részvények számával ($Rsz_{i,t}$) elosztott – összegének természetes alapú logaritmusával azonosítunk:

$$\log_V\dot{E}_{i,t} = \ln(ST_{i,t}/Rsz_{i,t}) \quad (2)$$

A következő négy magyarázóváltozó az egy részvényre jutó hozamértéket számszerűsíti. Az egyes változatok eltérő befektetési feltételezésekre, várakozásokra épülnek. Az első hozamérték-változónk ($\log_H\dot{E}_{i,t}^{0j}$) a növekedést kizáró változat, amely a meghatározatlanul hosszú (pénzügy-matematikai értelemben végtelen), jövőbeli időszakban az utolsó lezárt év adózott eredményének ($AE_{i,t}$) konstans összegű ismétlődését feltételezi. A számításhoz az egyszerű örökjáradék formulája nyújt segítséget, amely a hozamsor jelenértékét az utolsó évi hozam és a diszkontráta ($r_{i,t}$) hányadosaként határozza meg. Diszkontrátaaként a módszertani

ismertetésnél leírtakkal összhangban (az adott iparágra és időszakra jellemző) a sajáttőke-költséget használjuk fel. A változó definíciója ezek alapján a következő:

$$\log_H\dot{E}_{i,t}^0 = \ln(AE_{i,t}/r_{i,t}/Rs_{i,t}) \quad (3)$$

A hozamérték-változónk következő két formája már kalkulál növekedéssel. E változatoknál az *Ulbert és szerzőtársai (2019)* által publikált kétfázisú hozamérték-formulát alkalmazzuk, amely egy n évből álló első fázisban az utolsó lezárt évi hozam megfelelő ráta szerinti évenkénti növekedését, az azt követő végtelen fázisban pedig az n . évre előrejelzett hozam konstans összegű ismétlődését feltételezi. A növekedési rátaaként ($g_{i,t}$) az adott időszakban és adott iparágban jellemző szokásos eredménynövekedési mértéket, diszkontrátaaként ($r_{i,t}$) pedig az előző változattal megegyezően az iparági szokásos sajáttőke-költséget vesszük figyelembe. A változó értékét az alábbi képlet adja:

$$\log_H\dot{E}_{i,t}^{növ} = \ln\left(AE_{i,t}\left(\frac{1+g_{i,t}}{r_{i,t}-g_{i,t}}\left(1-\frac{(1+g_{i,t})^n}{(1+r_{i,t})^n}\right)+\frac{(1+g_{i,t})^n}{r_{i,t}(1+r_{i,t})^n}\right)/Rs_{i,t}\right) \quad (4)$$

Tesztelésünk során a növekedést tartalmazó változót a szakirodalomban leggyakrabban megjelenő 5, illetve 10 éves növekedési időszak feltételezésére alapozva is meghatározzuk ($n = 5$, illetve $n = 10$), melyekre a $\log_H\dot{E}_{i,t}^{növ-5év}$, illetve a $\log_H\dot{E}_{i,t}^{növ-10év}$ jelöléseket használjuk.

Az utolsó hozamérték-változónk kidolgozásánál *Takács (2024)* gondolatát adaptáljuk, aki hazai kis- és közepes méretű vállalkozások esetében úgy érvel, hogy e vállalkozások kimutatott eredménye adóoptimalizálási megfontolások miatt nem feltétlenül tükrözi a valós jövedelemtermelő képességüket. Álláspontja szerint ugyanakkor az árbevétel manipulálására az online pénztárgépek használatának kötelezősége miatt minimális lehetőség mutatkozik, az optimalizálást inkább a költségoldalón tudják kivitelezni a vállalkozások. Ennek kiszűrésére minden vállalatnál egy ún. simított eredményt használ, melyet a vállalat által számvitelileg kimutatott adózott eredmény, valamint a vállalat árbevétele és az iparági szokásos adózott eredményhányad szorzataként képzett referencia-eredmény szint közlül a magasabbal azonosít. E logika jelen kutatásban is hasznunkra lehet, de természetesen európai tőzsdei nagyvállalatok esetében nem olyasfajta jelenséget kívánunk kiszűrni vele, mint a hazai kkv-nál említett adóoptimalizálás. E változóval azt tudjuk megmérni, hogy az ingadozó, a vállalatra jellemző, szokásos szintnél átmene-tileg jelentősen alacsonyabb eredmény közvetlenül megjelenik-e a tőzsdei árazásban, vagy esetleg a befektetők az eseti jelleggel megjelenő gyengébb éveknél „megbocsátók”, és ilyenkor is feltételezik a vállalatról az iparági szokásos eredmény szint elérésének képességét. A leírtaknak megfelelően tehát a simított adózott eredmény változója ($AE_{i,t}^{sim}$) a számvitelben kimutatott adózott eredmény ($AE_{i,t}$),

valamint az adott évi árbevétel ($\hat{A}B_{i,t}$) és az iparági szokásos eredményhányad ($EH_{i,t}^{ip}$) szorzataként képzett referenciaszint közül a magasabb:

$$AE_{i,t}^{sim} = \max(AE_{i,t}; \hat{A}B_{i,t} \cdot EH_{i,t}^{ip}) \quad (5)$$

Az így kapott $AE_{i,t}^{sim}$ változót aztán a (3) képletben az eredeti $AE_{i,t}$ helyére behelyettesítve kapjuk a $\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J,sim}$ magyarázóváltozónkat.

Végül – modelljeink stabilitását erősítendő – kontrollváltozókat is alkalmazunk. A kontrollváltozók a vállalati hatékonyságot (eszközök forgási sebessége, azaz az árbevétel és az összes eszköz hányadosa), a jövedelmezőséget (adózott eredményhányad, azaz az adózott eredmény és az árbevétel hányadosa), valamint az eladósodottság fokát jelző finanszírozási tőkeáttételt (az összes eszköz és a saját tőke hányadosa) fejezik ki. Ezek meghatározásához a korábbiakban már használt változókhoz képest pótlólagos adatként az összes eszközértéket ($ESZK_{i,t}$) kell bevezetnünk. A fentiek alapján az eszközök forgási sebessége ($EFS_{i,t}$), az eredményhányad ($EH_{i,t}$) és a finanszírozási tőkeáttétel ($FT\hat{A}_{i,t}$) kontrollváltozók képletei az alábbiak:

$$EFS_{i,t} = \hat{A}B_{i,t}/ESZK_{i,t} \quad (6)$$

$$EH_{i,t} = AE_{i,t}/\hat{A}B_{i,t} \quad (7)$$

$$FT\hat{A}_{i,t} = ESZK_{i,t}/ST_{i,t} \quad (8)$$

Az 1. táblázat kompakt formában szemlélteti az előzőekben részletesen ismertett modellváltozókat.

1. táblázat

Modellváltozók
Variables used in the models

Változó típusa	Jelölése	Tartalma	Kapcsolódó képlet
Eredmény-változó	$\log_ARF_{i,t}$	év végi záróárfolyam logaritmizált értéke	(1)
Magyarázó változók	$\log_V\hat{E}_{i,t}$	egy részvényre vetített vagyonérték (saját tőke) logaritmizált értéke	(2)
	$\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J}$	egy részvényre vetített, örökjáradék elven számított hozamérték logaritmizált értéke	(3)
	$\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v,5\hat{E}v}$	egy részvényre vetített kétfázisú (5 év növekedési időszak plusz végtelen fázis) hozamérték logaritmizált értéke	(4), $n = 5$ behelyettesítéssel
	$\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v,10\hat{E}v}$	egy részvényre vetített kétfázisú (10 év növekedési időszak plusz végtelen fázis) hozamérték logaritmizált értéke	(4), $n = 10$ behelyettesítéssel
	$\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J,sim}$	egy részvényre vetített, simított eredményből számított örökjáradék-elvű hozamérték logaritmizált értéke	(3), $AE_{i,t} \rightarrow AE_{i,t}^{sim}$ behelyettesítéssel
Kontroll-változók	$EFS_{i,t}$	eszközök forgási sebessége	(6)
	$EH_{i,t}$	adózott eredményhányad	(7)
	$FT\hat{A}_{i,t}$	finanszírozási tőkeáttétel	(8)

2.2. Felhasznált adatok, modellépítés

Az empirikus vizsgálathoz kapcsolódó adatgyűjtés az LSEG Data & Analytics (korábban Refinitiv) adatbázisa felhasználásával történt, melyhez a szerzőket foglalkoztató intézmény biztosította a hozzáférést. Az első nyers gyűjtés során mindössze földrajzi megkötést állítottunk be (Európa), a keresés az e feltételnek megfelelő összes vállalatra irányult, időszakként pedig a 10 utolsó lezárt évet lefedő 2014–2023 periódust jelöltük meg. Ennek eredményeképpen egy igen komoly méretű alaphalmazt sikerült kinyernünk, amely 6458 vállalatból állt. Ezt követően többlépcsős szűrést végeztünk.

Az első szűrés során – törekedve arra, hogy kiegyensúlyozott panellel dolgozhassunk – kizártunk minden olyan vállalatot, amelynek a vizsgált tízéves időszak bármelyikében a változók számításához szükséges bármelyik adata (árbevétel, saját tőke, adózott eredmény, összes eszköz, részvényárfolyam, részvények száma) nem volt elérhető. Ez sajnos jelentős veszteséget eredményezett, kiesett 3275 cég, így 3183 vállalat maradt fenn a rostán. A további szűrések azt a célt szolgálták, hogy kizárólag normális üzleti körülmények között, egészségesen működő cégeket vizsgáljunk. Ebből eredően a második lépésben elhagytunk minden olyan céget, amelynek a 2014–2023 időszak bármelyik évében negatív volt a saját tőkéje, mindez 354 vállalat kiesését eredményezte, ezek után 2829 maradt a mintában. A harmadik szűrésnél 3 olyan vállalatot azonosítottunk, ahol a részvények számához 0 érték volt rögzítve az adatbázisban, ezeket szintén elhagytuk, így 2826 vállalat maradt a mintában. A negyedik lépésben pedig kizártuk azokat a vállalatokat is, melyeknek legalább egy évben negatív volt az adózott eredményük, ez 1771 céget jelentett, ezzel még mindig 1055 európai vállalatunk maradt. Végül az utolsó lépésben – mivel az egyes változók értékeinek megtekintése során szembetűnő volt, hogy az árfolyamok esetében a viszonylag szűk terjedelmen belül mozgó adatok mellett az értékhalmoz alján és tetején nagyságrendi eltérést mutató kiugró értékek voltak, melyek jelentős torzítást eredményezhetnek a tesztelés során – kivettük a mintából azokat a vállalatokat, amelyeknek bármelyik évi részvényárfolyama az összes megmaradt vállalat összes évi részvényárfolyamaiból álló teljes intervallum 5. percentilisénél alacsonyabb vagy a 95. percentilisénél magasabb volt. Ezzel további 212 céget veszítettünk el.

A végső mintánk így 843 darab, a vizsgálatunk céljának tökéletesen megfelelő, azaz a szükséges adatokkal teljeskörűen rendelkező, szélsőségektől mentes, egészséges, normál működést mutató (pozitív saját tőkéjű és folyamatosan nyereséges) európai vállalatból áll. A cégenként tízévnyi adatsort alapul véve ez 8430 megfigyelést (vállalatévet) jelent.

Az 1. táblázatban bemutatott öt magyarázóváltozó közül négyenél (a hozamérték különböző változatait kifejező $\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J}$, $\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{o}v_5\acute{e}v}$, $\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{o}v_10\acute{e}v}$ és $\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{o}v_10\acute{e}v}$ változóknál) az egyes vállalatévekhez tartozó konkrét értékek kiszámításához további külső – az eredeti legyűjtésben nem szereplő, nem vállalat-specifikus – paraméterekre is szükség volt: a növekedési rátára ($g_{i,t}$), a diszkont-rátaként szolgáló sajáttőke-költségre ($r_{i,t}$) és az iparági szokásos eredményhányadra ($EH_{i,t}^{ip}$). Ezt az adatigényt *Aswath Damodaran* publikus adatbázisának felhasználásával fedtük le, amely a <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> linken érhető el. Az adatbázisból a 2014–2023-as időszak minden évére vonatkozóan letöltöttük a „histgrEurope” (európai iparágankénti átlagos historikus eredménynövekedés), a „waccEurope” (európai iparágankénti átlagos tőke-költség), valamint a „marginEurope” (európai iparágankénti átlagos adózott eredményhányad) táblákat, melyek a *Damodaran* által alkalmazott 94 iparágra vonatkozóan tartalmazták az egyes paraméterek empirikusan megfigyelt értékeit. Az egyes táblákból a „CAGR in Net Income - Last 5 years” (utolsó 5 évi átlagos nettó eredménynövekmény), a „Cost of Equity” (saját-tőke-költség), valamint a „Net Margin” (adózott eredményhányad) adatokat nyertük ki. Ezeket az adatokat egy tételes iparági megfeleltetéssel tettük közvetlenül felhasználhatóvá jelen kutatásunkhoz: az általunk használt mintában szereplő cégek az LSEG Data & Analytics iparági besorolását követve összesen 26 különböző iparágba sorolódtak. Ezeket az iparági megnevezéseket egyesével megvizsgáltuk, és megkerestük a hozzá legközelebb álló, *Damodaran*-féle iparági kategóriát. E megfeleltetés alapján minden mintabeli vállalat minden megfigyelt évéhez hozzá tudtuk rendelni a megfelelő (*Damodaran* által publikált) növekedési rátát, diszkont-rátát és iparági szokásos profithányadot, melyből a hozamérték-változók mindegyikét ki tudtuk számítani az összes megfigyelésre (vállalatévre) vonatkozóan. Az összerendelés logikájából eredően értelemszerűen a felsorolt külső paraméterek értékei adott év vonatkozásában az ugyanazon iparágba sorolt vállalatok esetében azonosak voltak.

Az összes modellváltozó értékeinek kiszámítása után az esetleges multikollinearitás kiszűrése érdekében elkészítettük a magyarázóváltozók és a kontrollváltozók korrelációs mátrixát, melyet a 2. táblázat szemléltet.

A mátrixból jól látható, hogy a különböző modellekben felhasználni kívánt öt magyarázóváltozó és a három kontrollváltozó között még közepes erősségű (0,3 abszolútértéket meghaladó) együtt mozgás sem mutatható ki, azaz e változók egymástól függetlennek tekinthetők. Mindez megerősíti, hogy az eredményeket torzító multikollinearitás nem áll fenn, így a változók együttesen beépíthetők ugyanazon modellbe.

2. táblázat

A magyarázóváltozók és a kontrollváltozók korrelációs mátrixa
Correlation matrix of explanatory variables and control variables

Változók	$EFS_{i,t}$	$EH_{i,t}$	$FTÁ_{i,t}$
$\log_V\hat{E}_{i,t}$	-0,1978	-0,0435	-0,1011
$\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J}$	-0,0388	0,1040	-0,0035
$\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v_5\hat{e}v}$	-0,0437	0,1116	-0,0177
$\log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v_10\hat{e}v}$	-0,0422	0,1147	-0,0264
$\log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J_sim}$	0,0572	0,0279	0,0695
$EFS_{i,t}$	1,0000	-0,1833	0,0823
$EH_{i,t}$	-0,1833	1,0000	-0,0887
$FTÁ_{i,t}$	0,0823	-0,0887	1,0000

Az elvégzett előzetes elemzés után már felírható a tesztelni kívánt öt regressziós modell, melyek az alábbiak:

M1:

$$\log_ARF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \log_V\hat{E}_{i,t} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (9)$$

M2:

$$\log_ARF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (10)$$

M3:

$$\log_ARF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v_5\hat{e}v} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (11)$$

M4:

$$\log_ARF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \log_H\hat{E}_{i,t}^{n\hat{O}v_10\hat{e}v} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (12)$$

M5:

$$\log_ARF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \log_H\hat{E}_{i,t}^{\hat{O}J_sim} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (13)$$

Amint azt a modellekben szereplő konstans alsó indexe jelzi, mind az öt esetben állandó hatású (*fixed effect*) panelmodell alkalmazása mellett döntöttünk, amit megfelelő panelspecifikációs tesztekkel támasztottunk alá. Az öt modell esetében azonos vizsgálati folyamatot folytattunk le, és minden esetben azonos eredményt kaptunk. Az F-próba és a Breusch–Pagan-teszt 1%-os szignifikanciaszinten ($p < 0,000$) egyaránt elutasította a közönséges legkisebb négyzetek módszerének (*pooled OLS*) megfelelőségére vonatkozó nullhipotézist, előbbi az állandó hatású (*fixed effect*), utóbbi pedig a véletlen hatású (*random effect*) modellt megjelölve hatékonyabb alternatívaként. E két modell közül pedig a Hausman-teszt segítségével választottunk, mely alapján szintén 1%-os szignifikanciaszinten ($p < 0,000$) elvetettük azt a nullhipotézist, miszerint a véletlen hatású panelmodell alkalmas a

vizsgálat elvégzésére, így választásunk mind az öt regressziós modell esetében az állandó hatású panelmodellre esett.

3. Eredmények, következtetések

Elsőként leteszteltük az előzőekben felírt M1–M5 modelleket, aminek kettős célja volt. Az egyik cél, hogy összehasonlítsuk a különböző hozamértékmodellek – egyszerű örökjáradék (M2), 5 éves (M3), illetve 10 éves (M4) növekedési periódust tartalmazó kétfázisú modellek, valamint a simított eredményből kalkulált örökjáradék (M5) – illeszkedését, ez választ adhat arra, hogy melyik az árfolyammal leg-erősebben együtt mozgó hozamértékmodell. A másik kérdés, amelyre választ várunk a teszteléstől, hogy a legjobban teljesítő hozamérték a jellemzően stabilabb, jóval kisebb ingadozást mutató vagyonerővel (M1) szemben fel tudja-e venni a versenyt az árfolyam-magyarázó képesség szempontjából. A futtatás eredményei a 3. táblázatban láthatók.

3. táblázat

Az M1–M5-modellek regressziós eredményei
Regression results of models M1–M5

Modell	M1	M2	M3	M4	M5
Független változók együtthatói					
Konstans	0,8955***	2,3190***	2,3290***	2,4202***	2,1043***
$\log_V\acute{E}_{i,t}$	0,7770***	–	–	–	–
$\log_H\acute{E}_{i,t}^{\acute{o}j}$	–	0,3079***	–	–	–
$\log_H\acute{E}_{i,t}^{n\acute{o}v.5\acute{e}v}$	–	–	0,2466***	–	–
$\log_H\acute{E}_{i,t}^{n\acute{o}v.10\acute{e}v}$	–	–	–	0,1837***	–
$\log_H\acute{E}_{i,t}^{\acute{o}j.sim}$	–	–	–	–	0,3528***
$EFS_{i,t}$	0,1622***	–0,2824***	–0,2734***	–0,2636***	–0,2736***
$EH_{i,t}$	0,1522***	–0,1596***	–0,0100***	–0,0275	–0,1216***
$FT\acute{A}_{i,t}$	0,0477***	–0,0025	–0,0027	–0,0042	–0,0042
Modell jellemzői					
Függő változó	$\log_ÁRF_{i,t}$	$\log_ÁRF_{i,t}$	$\log_ÁRF_{i,t}$	$\log_ÁRF_{i,t}$	$\log_ÁRF_{i,t}$
Cégek száma	843	843	843	843	843
Időszak	2014–2023	2014–2023	2014–2023	2014–2023	2014–2023
Belső („within”) R^2 , %	31,0	26,4	23,9	19,9	24,4

Megjegyzés: a *** jelölés a szignifikanciaszintet jelzi ($p < 0,01$).

Az eredmények alapján elmondható, hogy mind az öt kiválasztott magyarázó-változó szignifikánsnak bizonyul 1%-os szinten az árfolyamra nézve, a modellbe épített kontrollváltozókkal együtt is. A kontrollváltozók együttthatóinak értelmezésétől eltekintünk, hiszen azoknak önálló jelentésük nem feltétlenül van, e változók kizárólag a modell stabilitásának növelése érdekében kerültek a modellekbe.

Rendkívül fontos információ viszont az egyes modellek magyarázóereje, melyet az állandó hatású panelmodellek esetében a belső (*within*) R^2 -tel azonosíthatunk. Az öt modell eredményeit áttekintve észrevehető, hogy a vállalat adott évben számvitelileg kimutatott adózott eredményéből származtatott egyszerű örökjáradék (M2) R^2 mutatója a legmagasabb (26,4%), amelyhez képest a növekedést tartalmazó modellek magyarázóereje (5, illetve 10 éves növekedési fázis esetében rendre 23,9, illetve 19,9%), valamint az iparági referencia-eredményszinttel kombinált, simított örökjáradékos modell R^2 -e (24,4%) is alacsonyabb. Ebből két fontos következtetés vonható le. Az egyik (ami a rosszabbul teljesítő kétfázisú modellekből szűrhető le), hogy az európai tőzsdei részvények árazásakor érvényesül az óvatosság elve, azaz a befektetők a döntéseiket megalapozó fundamentális értékelés elvégzésekor nem kalkulálnak növekedéssel. A másik pedig (amit a simított hozamérték-modell eredeti változathoz képesti rosszabb illeszkedése jelez), hogy a befektetők nem megbocsátók, és olyan években, amikor a vállalat az iparági szokásos szint alatt teljesít, az árazás során nem helyettesítik az átmeneti rosszabb eredményt az iparági elvárható szinttel, nem „előlegezik meg” a vállalatnak az adott szektorban szokásosan elvárható teljesítményt, így a romló jövedelmezőség azonnal kifejeződik a részvényárakban. Mindent összevetve tehát kijelenthető, hogy a tőzsdei árazást legjobban magyarázó hozamérték-modellnek a cég ténylegesen elért adózott eredményéből származtatott egyszerű örökjáradék (M2) tekinthető a maga 26,4%-os magyarázóerejével. További vizsgálatainkat így erre a hozamérték-modellre alapozzuk.

Ezután térjünk rá a vállalatértékelés régi dilemmájára, arra a kérdésre, hogy az árfolyamok mögött inkább a vagyonalapú megközelítés (a vállalat által birtokolt nettó fizikai vagyon értéke) vagy a hozamalapú szemlélet (a jövőbeli hozamtermelő képesség jelenlegi értéke) húzódik-e meg. Az M1-modell eredményei arra utalnak, hogy a legjobban teljesítő hozamérték-modellnél is láthatóan erősebb (31,0%-os) belső R^2 -mutatóval rendelkezik a vagyonérték-modell. Ha ezt vesszük alapul, akkor arra a következtetésre kell jutnunk, hogy a különböző, esetenként komolyabb szakértelmet is igénylő, komplex hozamérték-modellek helyett a lehető legegyszerűbb módszer, a mérlegben kimutatott saját tőke egy részvényre vetített értékét megragadó vagyonérték áll az árazás mögött, hiszen az M1-modell esetében tapasztaljuk a legerősebb kapcsolatot az árfolyammal. Amint az irodalomkutatás során már leírtuk, több mint másfél évtizeddel ezelőtt Takács (2007) is erre a megállapításra jutott, miután számos különböző, hozamalapú (köztük szám-

viteli eredményre és pénzáramokra alapozott) modellt vetett össze a vagyonértékel, melyek közül utóbbit jelölte meg az árfolyam legjobb magyarázóváltozójaként. Nem foglalkozott ugyanakkor a legjobb hasznosítás elvével – ami nem meglepő, hiszen a hivatkozott munka publikálásakor a Nemzetközi Értékelési Standardok (IVS) első változatát alig néhány évvel korábban adták ki, így az a nemzetközi szakirodalomba és gyakorlatba addigra még nem épült be szervesen –, így arra a kérdésre sem akkor, sem azóta nem adott választ a hazai szakirodalom, hogy vajon jobb magyarázóváltozót kapunk-e az árfolyamra oly módon, ha a vagyon- és a hozamértéket minden egyes vállalatév esetében újra „megversenyeztetjük”, és közülük minden alkalommal a magasabbat választjuk (az elvnek megfelelően arra alapozva, hogy egy racionális befektető minden egyes értékelési szituációban a számára magasabb jövedelmet biztosító változatot választja a két lehetőség, a tevékenység megszüntetése és annak folytatása közül). Kutatásunk végén éppen ezért erre a kérdésre helyezzük a hangsúlyt. A legjobb hasznosítás elvét kifejező értékváltozó ($\text{ÉRTÉK}_{i,t}^{LHE}$) adott vállalatévre értelmezett értéke az imént leírt elv szerint tehát a korábban kifejtett vagyonérték- és a legjobban teljesítő – egyszerű örökjáradékos – hozamérték-modell közül a magasabbal egyezik meg:

$$\text{ÉRTÉK}_{i,t}^{LHE} = \max(\log_V\text{É}_{i,t}; \log_H\text{É}_{i,t}^{01}) \quad (14)$$

Ebből pedig lehetőség nyílik egy hatodik modell felírására, amely felépítését tekintve megegyezik a korábbiakkal, azonban magyarázóváltozóként ezt az új változót építjük be:

$$\text{M6: } \log_ÁRF_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \text{ÉRTÉK}_{i,t}^{LHE} + \beta_2 EFS_{i,t} + \beta_3 EH_{i,t} + \beta_4 FTÁ_{i,t} + u_{i,t} \quad (15)$$

Az M6 modell futtatásának eredményei a 4. táblázatban láthatók.

4. táblázat

Az M6-modell regressziós eredményei
Regression results of model M6

Változó	Együttható	Standard hiba	<i>t</i> -érték	<i>p</i> -érték
Konstans	1,4387	0,0331	43,480	0,0000***
$\text{ÉRTÉK}_{i,t}^{LHE}$	0,5693	0,0087	65,600	0,0000***
$EFS_{i,t}$	-0,1319	0,0204	-6,454	0,0000***
$EH_{i,t}$	-0,2321	0,0244	-9,520	0,0000***
$FTÁ_{i,t}$	0,0068	0,0033	2,071	0,0384**

Megjegyzés: függő változó: $\log_ÁRF_{i,t}$, cégek száma: 843, R^2 : 37,8%, időszak: 2014–2023. A ** és *** jelölések a szignifikanciaszintet jelzik (**: $p < 0,05$, ***: $p < 0,01$).

Az eredmények arról tanúskodnak, hogy a legjobb hasznosítás elve szerint definiált $\text{ÉRTÉK}_{i,t}^{LHE}$ változó a modellbe épített kontrollváltozókkal együtt is szignifikáns magyarázóváltozója az árfolyamnak 1%-os szignifikanciaszintszinten, pozitív együtthatóval. Vizsgálatunk szempontjából az elsődleges információt a modell 37,8%-os belső R^2 -mutatója képezi, amely minden más modell magyarázóerejénél

magasabb, az eddig legjobban teljesítő vagyonerőérték-modellét mintegy 7 százalékponttal meghaladva.

Ez a felfedezés a korábbi kutatási eredményeket egy fontos új szemponttal egészíti ki. A hivatkozott korábbi vizsgálatok jellemzően arra jutottak, hogy a hozamalapú szemléletnek a gyakorlatban és a tudományos kutatásokban is megfigyelhető nyilvánvaló dominanciája ellenére az árfolyamra nézve a legjobb illeszkedést a vagyonalapú érték adja. Ennek viszonylag egyértelmű indoka az, hogy a cégek saját tőkéje jóval értékállóbb, időben kevésbé ingadozó, mint az adózott eredményük. A 4. táblázat adatai ugyanakkor arról tanúskodnak, hogy még jobb illeszkedés, még magasabb magyarázóerő érhető el a részvényárfolyamra vonatkozóan úgy, ha az egy részvényre jutó fundamentális értéket minden vállalatév esetében a vagyon- és az egyszerű örökjáradékkal képzett számviteli hozamérték közül a magasabbal azonosítjuk. Mindez pedig azt jelenti, hogy az európai tőzsdei befektetők döntései mögött – tudatosan vagy tudat alatt – érvényesül az IVS-ben foglalt legjobb hasznosítás elve.

4. Összegzés

Tanulmányunkban elvégzett elemzésünk arra a kérdésre irányult, hogy a nemzetközi értékelési standardokban definiált legjobb hasznosítás elve, miszerint az értékelőnek az egyes értékelési módszerek (a vagyon- és a hozamérték) közül mindig a magasabbat kell választania és megállapítania a részvény piaci értékeként, ténylegesen tetten érhető-e az európai tőzsdék árazási gyakorlatában. Egy összesen 8430 megfigyelésből (843 európai tőzsdei cég tíz évnyi adataiból) álló paneladatbázist elemezve egyrészt rávilágítottunk, hogy az értékelési gyakorlatban dominánsnak tekinthető hozamalapú megközelítés szignifikánsan magyarázza a részvényárfolyamot, a konkrét modellek közül pedig a növekedést, valamint az iparági simítást alkalmazó hozamérték-változókkal szemben az utolsó évi adózott eredményből származtatott, egyszerű örökjáradék-alapú hozamérték mutatta a legerősebb együtt mozgást az árfolyammal. Ebből két fontos következtetést vontunk le: egyrészt az árazásban megjelenik az óvatosság elve, azaz a befektetők nem kalkulálnak növekedéssel, másrészt pedig a gyengébb jövedelmezőséget mutató években nem megbocsátók, azaz nem előlegezik meg az iparági szokásos jövedelemzőségi szintet az átlagosnál rosszabbul teljesítő vállalatoknak. Az így kiválasztott, legjobban teljesítő (egyszerű örökjáradék-alapú) hozamértékmodellt ezután összevetettük a vagyonerőértékmodellel, és megállapítottuk, hogy az egy részvényre vetített saját tőke a hozamalapú változónál hatékonyabban képes magyarázni a részvényárfolyamokat, ami első ránézésre meglepő lehet, de összhangban áll korábbi

kutatási eredményekkel. Tanulmányunk valódi újdonságtartalmát az a megállapítás adja, hogy a legjobb hasznosítás elve alapján meghatározott egy részvényre jutó érték, azaz a vagyon- és a hozamalapú számítások közül a magasabb, minden más modellnél jobban teljesít az árfolyam-magyarázó képesség szempontjából, amivel igazoltuk, hogy ez a modern vállalatértékelési gyakorlatot alapvetően meghatározó Nemzetközi Értékelési Standardokban lefektetett elv az európai tőzsdei árazásban, befektetői döntésekben ténylegesen érvényre jut.

A témával kapcsolatos további kutatásaink irányaként e jelenség regionális (például amerikai és európai tőzsdék közötti), valamint iparágak közötti (termelő, kereskedelmi, szolgáltató) összehasonlítását tűzzük ki célul.

Irodalom

- Damodaran, A. (2012): *Investment valuation*. (3. kiadás), John Wiley & Sons.
- Erb E. – Takács A. (2020): Két hozamértékmódel árfolyam-magyarázó képességének összevetése nemzetközi nagyvállalatoknál. *Statisztikai Szemle*, 98(10), 1212–1229. <https://doi.org/10.20311/stat2020.10.hu1212>
- Financial Accounting Standards Board [FASB] (2011): *Fair value measurements and disclosures (Topic 820)*. <https://asc.fasb.org/layoutComponents/getPdf?isSitesBucket=false&fileName=GUID-8C4D2BA9-EB99-440C-8EA8-1D37BEC65E98.pdf>
- Fernandez, P. (2007): Company Valuation Methods. The most common errors in valuations. *IESE Working Paper No. 449*, IESE Business School, February 28. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/DI-0449-E.pdf>
- International Accounting Standards Board [IASB] (2011): *International Financial Reporting Standard 13 – Fair Value Measurement*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-13-fair-value-measurement/>
- International Valuation Standards Council [IVSC] (2022): *International Valuation Standards*. <https://www.ivsc.org/standards/>
- Koller, T. – Goedhart, M. – Wessels, D. (2010): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. (5. kiadás), John Wiley & Sons.
- Kovács D. M. (2012): A valós értékelés új keretrendszere a nemzetközi pénzügyi beszámolásban. *Hitelintézeti szemle*, 11(2), 161–181.
- Takács A. (2007): A számított vállalatérték és a részvényárfolyam kapcsolata a magyar tőzsdei vállalatoknál. *Statisztikai Szemle*, 85(10–11), 932–964.
- Takács A. (2008): A Free Cash Flow-tól a szabad pénzáramig. *Vezetéstudomány*, 39(10), 54–64. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2008.10.05>
- Takács A. (2024): A tőkestruktúra és a piaci érték közötti kapcsolat a hazai kis- és középvállalati szektorban. *Közgazdasági Szemle*, 71(9), 915–929. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2024.9.915>
- Ulbert J. (1997): *A vállalat értéke*. Janus Pannonius Tudományegyetem, Pécs.
- Ulbert J. – Takács A. – Posza A. (2019): Az alul-, illetve túlértékeltség vizsgálata fordított diszkontált cash-flow modellel. *Sigma*, 50(3), 133–149.
- Várkonyi P. (2019): Kis- és középvállalatok értékelésének módszertani kihívásai. *Marketing & Menedzsment*, 53(4), 63–74. <https://doi.org/10.15170/MM.2019.53.04.06>