

Egyetemi doktori (Ph.D.) értekezés tézisei

**A vállalat értékteremtése és annak mérése, különös tekintettel a  
2007-2008-as pénzügyi válság hatására**

Kiss Anita

Témavezető: Dr. Ujhelyi Mária Ph.D.



**DEBRECENI EGYETEM  
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI DOKTORI ISKOLA**

**Debrecen, 2016**

## Tartalomjegyzék

<b>Tartalomjegyzék.....</b>	<b>2</b>
<b>1. Az értekezés kutatási kérdései és motivációja .....</b>	<b>3</b>
<b>2. A kutatás módszertana és tartalma .....</b>	<b>6</b>
<b>3. Az értekezés tézisei, megállapításai .....</b>	<b>13</b>
<b>4. Összegzés, további kutatási irányok .....</b>	<b>18</b>
<b>5. Irodalomjegyzék .....</b>	<b>21</b>
<b>A jelölt publikációs jegyzéke .....</b>	<b>25</b>

## 1. Az értekezés kutatási kérdései és motivációja

Az 80-as 90-es években a vállalati pénzügyek és a vállalati stratégia egyes területei jelentősen összefonódtak. Ennek a két területnek az átalakulási folyamatára hívják fel a figyelmet Copeland és szerzőtársai [1999] valamint Bartek-Lesi és szerzőtársai [2007]. Dolgozatom témáját tekintve ehhez az összekapcsolódott területhez tartozik.

Takács [2009] és Ulbert [1997] is megjegyzi könyvüknek bevezetőjében, hogy míg a vállalatértékelésről szóló külföldi, amerikai és nyugat-európai szakirodalmak nagy számban állnak rendelkezésünkre, addig a hazai irodalmak száma messze elmarad ettől. Ulbert [1994] ennek okát hazánk gazdasági múltjára vezeti vissza, a tervgazdaságban ugyanis nem volt szükség vállalatértékelésre. Az első publikációk a témában a rendszerváltás környékén jelentek meg.

Dolgozatom témaválasztását az indokolta, hogy a 2000-es évek elejétől napjainkig megjelent és megjelenő bőséges nemzetközi és mára már hazai irodalmak érdekes területet jelentettek számomra a disszertáció megírásához. A kutatás megalapozottságát jól mutatja, hogy az általam bemutatott téma részlegesen, különböző megközelítésekben már több doktori munkában<sup>1</sup> is feldolgozásra került. Disszertációm újdonságértékét egy új aspektus, a 2007-2008-as globális pénzügyi válság, és hatásának vizsgálata jelenti.

A doktori munkám megírásának alapvető célja a feltett kutatási kérdésnek a megválaszolása, amely a következő: milyen tényezők befolyásolják a vállalat értékét, és ezeknek a tényezőknek a befolyásoló ereje hogyan alakul az egyes iparágakban és országcsoportokban, illetve a 2007-2008-as globális pénzügyi válság következtében. A kutatási kérdés összetettsége miatt az alábbi kérdésköröket különítem el.

1. Mely tényezők befolyásolják a vállalat értékét?
2. A 2007-2008-as pénzügyi válság hogyan hatott a vállalati érték és a befolyásoló tényezők kapcsolatára?
3. A válság hatását tekintve van-e különbség a vizsgált iparágak esetében?
4. A válság hatását tekintve van-e különbség a vizsgált országcsoportok tekintetében?

A kutatási kérdésnek a megválaszolására az alábbi hipotéziseket fogalmaztam meg, amelyeket a feldolgozott szakirodalom figyelembevételével állítottam fel. A dolgozat hipotézisei:

---

<sup>1</sup> Juhász [2004], Kazainé [2008], Takács [2008], Wimmer [2000]

- 1. hipotézis: Szignifikáns összefüggés van a vállalatérték és a kamat- és adófizetés előtti eredmény (EBIT), az újrabefektetés, a befektetett tőke, a befektetett tőkearányos megtérülés, az eredményhányad, az árbevétel növekedési üteme, az adóráta, valamint a piaci értéken számított eszközarányos nyereség (MROA) között.**
- 2. hipotézis: A 2007-2008-as pénzügyi válság a vizsgált teljes vállalati mintára vonatkozóan negatívan befolyásolja a vállalati értéket.**
- 3. hipotézis: 2008 valamennyi szektorban a pénzügyi válság évének tekinthető, amely válság a vállalatok értékére negatív hatással volt.**
- 4. hipotézis: A 2007-2008-as pénzügyi válság az angolszász pénzügyi- és realgazdaságra nagyobb hatást gyakorolt, mint más országokéra.**

A disszertációban az általam feldolgozott irodalmak a vállalatelméletek, a vállalati gyakorlat, az alkalmazott pénzügy és stratégia irányából közelítik a témát, melynek kifejtése kapcsán az alábbi struktúrát építettem fel.

Az első logikai részben foglalkozom a vállalati értékteremtéssel, amellyel egyfajta stratégiai keretet adok a dolgozatnak. Utána a tulajdonosi értékmaximalizálásra koncentrálok, bemutatom annak vállalatelméleti megalapozottságát, majd figyelembe veszem a gyakorlati megvalósulásokat, többek között az országok eltérő vállalatkormányzási és pénzügyi rendszeri sajátosságait. A továbbiakban az elméleti részt folytatva az érintett elméletet ismertetem, majd az angolszász és a kontinentális pénzügyi rendszer és értékfelfogás közötti különbségeket tekintem át.

A dolgozat második része a vállalatértékelés tevékenységének és módszereinek a bemutatása, áttekintve azt, hogy hogyan vált a korszerű menedzsment hatékony eszközévé. A vállalatértékelés segítségével olyan kérdések válaszolhatók meg, amelyeket a gazdasági döntések meghozatala előtt felhasználhatunk. Ilyen kérdések például, hogy mennyit ér a vállalat; megvásároljuk-e az eladásra kínált vállalatot, vagy eladjuk-e saját vállalatunkat, üzletrészünket, részvényünket; a kockázati tőkebefektetők és befektetési alapok hogyan alakítsák ki a portfóliójukat; a vállalat vagyona mekkora hitelre nyújt fedezetet; a tanácsadó, tőzsdei vagyonkezelő cégek a szolgáltatás nyújtása során milyen tanácsot adjanak, milyen lépést tegyenek az adott szituációban.

A harmadik rész a gazdasági válsággal foglalkozik, bemutatva annak pénzügyi aspektusait, valamint a témában megjelent empirikus kutatások eredményeit.

A negyedik fő rész a kutatást, az empirikus elemzést tartalmazza, melynek kiemelt irányai:

- a vállalat értékét befolyásoló tényezők, és ezen tényezők befolyásoló erejének vizsgálata;
- a 2007-2008-as globális pénzügyi válság következtében hogyan alakul a vállalat értéke és az értéket befolyásoló tényezők milyen hatással vannak az üzleti értékre a vizsgált vállalatok egészében, az egyes iparágakban, illetve az országcsoportokban külön-külön.

Zárásként következtetéseket vonok le, igazolom a téziseimet, megválaszolom a kutatási kérdésemet, összefoglalom a dolgozat új és újszerű eredményeit, illetve ismertetem a kutatás további folytatásának lehetséges irányait.

## 2. A kutatás módszertana és tartalma

„Az értékteremtő folyamat erőforrások beszerzése, kezelése és felhasználása abból a célból, hogy a fogyasztó részére értéket állítsunk elő.” (Chikán – Demeter [2006] 3.o.) Ez a definíció a menedzsmentirodalom oldaláról, leginkább a termelésmenedzsment, a marketing és a vállalatgazdaságtan aspektusaiból ragadja meg az értékteremtés fogalmát és folyamatát, vagyis a vállalatot olyan szervezetként határozza meg, amely működése során értéket állít elő, és amely működésnek az alapvető célja a fogyasztói igények kielégítése. A disszertációm megközelítésében azonban ennek oly módon kell megvalósulnia, hogy a tulajdonosi értéke is növekedjen a vállalatnak, vagyis a fogyasztói érték teremtése mellett tulajdonosi értéket is kell teremteni. Az értékteremtésnek ez a felfogása jól tükröződik többek között Chikán [2003] kettős értékteremtésről szóló munkájában is.

Porter [1998] értéklánc<sup>2</sup> elmélete az értékteremtésre fókuszál. Szerinte minden vállalat azért végez tevékenységeket, hogy értéket teremtsen. Az egyes tevékenységek önmagukban is értéket állítanak elő, de a kapcsolódási pontjai is fontosak. Porter [1998] kiemeli, hogy a versenylőny gyakran a tevékenységek kapcsolatából ered, és nem kizárólag a tevékenységekből. Az értékláncot, mint elemzési eszközt használó vállalatok képesek lehetnek arra, hogy a tevékenységeik feltérképezésével és fejlesztésével versenylőnyt valósítsanak meg. Ahhoz, hogy a vállalat tőkeköltség feletti hozamot tudjon realizálni, versenylőnyt kell létrehozni és azt fenn kell tudni tartani. Az alapvető képességek biztosítják a vállalat versenylőnyét. Az alapvető képesség olyan vállalati erőforrás, amit a menedzsment bármikor áthelyezhet. (Prahalad – Hamel [1990] 83-84.o.)

Miután a vállalat az értékteremtő folyamatok révén értéket hoz létre, fontos tisztázni ennek az értéknek a megnyilvánulási formáját, fogalmát és ezzel szoros kapcsolatban lévő dimenzióját. Az értékteremtéshez hasonlóan az érték fogalma is megjelenik több tudományágban, az értéknek más-más vetületét helyezve a középpontba. Ezért tartom szükségesnek azt, hogy az érték dimenziójával foglalkozzam.

Chikán [2003] a vállalat sikeres működésének feltételét a kettős értékteremtés megvalósításában látja. A kettős értékteremtés során értéket hozunk létre a fogyasztóknak és értéket teremtünk a vállalat tulajdonosainak, tehát egyszerre valósul meg az igénykielégítés és a nyereségesség kritériuma, a fogyasztói és tulajdonosi dimenzió.

---

<sup>2</sup> „Értéklánc alatt a vállalati tevékenységek értékalkotó összekapcsolódását értjük.” (Chikán – Demeter [2006] 12.o.)

A tulajdonosi érték koncepciója szerint a vállalat elsődleges célja a részvényesi/tulajdonosi<sup>3</sup> hozam maximalizálása a törvények betartásával. Ez nem rövid távú profitmaximalizálást, hanem hosszú távú értékmaximalizálást jelent. Rappaport [1998] kiemeli továbbá, hogy a tulajdonosi érték nem létezhet fogyasztói érték nélkül.

Az értéket alapvetően az objektív tényezők befolyásolják, de hatnak rá a szubjektív elemek is. Az értékelő személye, a külső körülmények, a gazdasági környezet, a döntési szituációk. Pratt ([1992] 11-17.o.), Bélyácz [1995], [2011], Bélyácz – Kovács [2010], Ulbert [1997] különböző érték kategóriát és egyben érték felfogást különböztetnek meg. A dolgozatom szempontjából a vállalati érték esetében, a tulajdonosi érték kategóriája tekinthető relevánsnak.

A részvényesi értékmaximalizálás vállalatelméleti háttere<sup>4</sup> a klasszikus közgazdaságtanig nyúlik vissza, majd a neoklasszikus közgazdaságtanban is megjelenik, amelynek vállalatokról szóló elmélete sokáig egyeduralkodó volt a közgazdaságtanban. A standard mikroökonómiában a vállalat jogi egység, a tulajdonos és a menedzser személye nem válik külön, a tulajdonosi és irányítási funkció egy egyéni döntéshozó személyében egyesül. A következő mérföldkő Coase [1937] munkája volt, akinek tanulmánya a szerződéses vállalatelméletek alapjainak tekinthető. Coase [1937] szerint a neoklasszikus vállalatelméletben egyedüli koordinációs mechanizmusként azonosított ármechanizmus kiegészítésre szorul, az egyedülként nem elégséges a döntéshozatal megvalósításához. A tulajdonosi értékszemlélet kibontakozására a későbbiekben nagy hatással voltak az ötvenes, hatvanas években a vállalati pénzügyek területén megjelenő tanulmányok, amelyek az elmélet pénzügyi alapjául szolgáltak. Ezek voltak Markowitz [1952] portfólióelmélete, Modigliani és Miller [1958], [1961], [1963] tőkeszerkezetről és osztalékpolitikáról szóló elmélete, Sharpe [1964] és Lintner [1965] a tőkepiaci árfolyamok modellje.

Az időben soron következő elmélet a megbízó-ügynök elmélet, ami a tulajdonosi értékmaximalizálást leginkább alátámasztja. A megbízó-ügynök problémája nem új keletű a közgazdaságtanban, ugyanis a téma szakértői Jensen és Meckling [1976] tanulmányukat egy 200 évvel ezelőtti, 1776-os Adam Smith idézettel kezdik, mely ezt a viszonyt mutatja be.

A tulajdonosi értékmaximalizálás elméleti hátterének ismertetése után a másik nézet, az érintett elmélet bemutatása következik.

---

<sup>3</sup> A tulajdonos és részvényes fogalmakat egymás szinonimájaként használom, nem teszek különbséget abban a tekintetben, hogy a részvényesek csupán a vállalat értékpapírjának, a részvényeknek a tulajdonosai. Erről lásd részletesebben Kárpáti [1995] tanulmányát.

<sup>4</sup> Az elméleti háttér részletes elemzése olvasható Dorgai [2004] írásában.

A tulajdonosi értékelmélet állítása szerint a vállalat alapvető célja a tulajdonosi hozam maximalizálása a törvények betartásával. Ennek az elméletnek a menedzsment irodalomban megjelent alternatívájaként született meg az érintett elmélet, amely magasabb erkölcsi normákat határoz meg a törvényeknél, és nagyobb társadalmi teljesítmény elérését garantálja. A vállalat alapvető célját az értékteremtésben fogalmazza meg, ami az érintettek együttműködésének és érdekeinek együttes figyelembevételével valósul meg.

A tulajdonosi értékelmélet és az érintett elmélet vizsgálata kapcsán megjegyezhetjük, hogy nem két ellentétes irányzatról van szó. A tulajdonosi értékelmélet nem tagadja a többi érintett létezését, és figyelembe vételét a gazdasági döntéshozatal során, hanem úgy gondolja, hogy úgy valósul meg a legnagyobb megtérülés, ha a tulajdonosi értéket maximalizáljuk.

Az elméletek gyakorlatbeli érvényesülésének okai között említik Copeland és szerzőtársai [1999] az országok eltérő tulajdonosi szerkezetét, a tulajdonosi ellenőrzés mikéntjét, a vállalatok jogi formáját valamint a tőkeforrások koncentrációját. Az USA-ban a nyilvános részvénytársaság, amelyben a teljesen szétaprózódott tulajdon a jellemző, míg Európában több nagyobb vállalat, bank, család kezében van a tulajdon, a vállalatok zártkörűen működnek, és nem ritkák a vállalatok közötti kereszttulajdonlások sem.

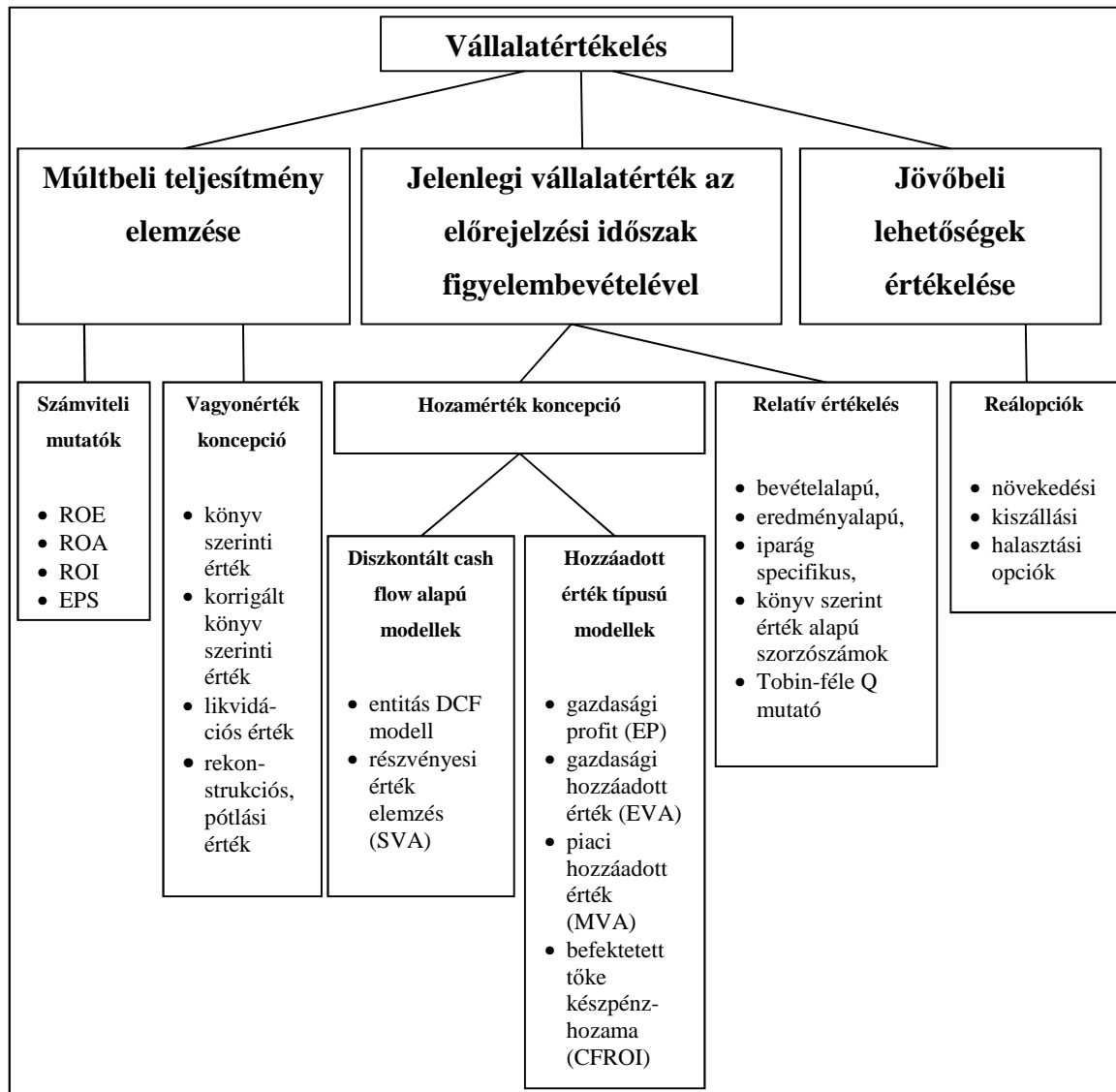
Meg kell különböztetnünk az angolszász és a kontinentális érték felfogásokat. Az eltérések forrása elsődlegesen az eltérő pénzügyi rendszerből ered. (Black et al. [1999], Sulyok-Pap [1998], Vigvári [2011])

A disszertációm empirikus kutatásában az európai országokat a különböző pénzügyi rendszer, az angolszász és a kontinentális alapján sorolom két csoportba. Az angolszászhoz tartozik az Egyesült Királyság és Írország, a kontinentális pénzügyi rendszerhez tartozó országok Ausztria, Belgium, Dánia, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Luxemburg, Magyarország, Németország, Norvégia, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svájc és Svédország.

A vállalatértékelési módszerek csoportosítása és bemutatása a szakirodalomban nem egységes. A főbb elveket tekintve egyezőséget találunk, de a részletek eltérést mutatnak, ezért a dolgozatban először bemutatom a szerzők eltérő kategorizálását, majd egy általam kialakított egységes szerkezet alapján a különböző módszereket.

Saját struktúrámat az ismertetett nemzetközi és hazai irodalmak figyelembevételével alakítottam ki, amely az 1. ábrán látható.

**1. ábra: A vállalatértékelési módszerek csoportosítása**



Források: Saját szerkesztés Copeland et al. [1999] 135.o., Damodaran [2006] 1015.o., Fónagy-Árva et al. [2003] 383.o., Rappaport [1998], Stewart [1999], Takács [2009] 15.o., Ulbert [1997] 19-32.o. alapján

A különböző megközelítések jelentősen különböző értékeket eredményezhetnek. Az értékelést végző szakember feladata az eltérések okának magyarázata, és az adott feladathoz legmegfelelőbbben illeszthető, helyes modell kiválasztása.

A fenti modellek közül nem lehet azt állítani, hogy létezne egy legjobb modell. Az adott helyzet és az értékelendő vállalat vagy eszköz tulajdonságai alapján lehet dönteni a modellek alkalmazhatóságáról.

Az elméleti fejezetek tanulságait összefoglalva megállapítható, hogy Porter [1998] értéklánc elméletéből kiindulva – vagyis, hogy a vállalat működésének az a célja, hogy értéket teremtsen, tehát a vállalati értékteremtés forrása a működés –, Rappaport [1998] tulajdonosi érték hálóján

és részvényesi értékmaximalizálásán keresztül – aminek segítségével az értékteremtők azonosíthatók –, Copeland és szerzőtársai [1999] kulcsfontosságú értékteremtőjén át – amelyek a vállalat cash flow generáló képességéhez szorosan kapcsolódó érték meghatározók –, Damodaran [2006] értékelési modelljéig – amelyek a diszkontált pénzáramlás alapú, relatív és opciós értékelésűek, és az eszközalapú értékelési modellek –, fennáll a folyamatok logikai kapcsolata. Mindezen elméleti ismeretek alapján a vállalat értékteremtő tényezőit az alábbiakban határoztam meg:

- I. FCFF (Free Cash Flow to Firm):** a vállalat szabad pénzáramlása, ami a cégbe befektető számára megjelenő pénzáramlás összege. Mivel ez összetett értékteremtő, ezért a következő tényezőkre bontom:

$$FCFF = EBIT \times (1 - t) - (\text{Beruházások} - \text{Amortizáció}) - \Delta \text{Forgótőke}$$

1. **EBIT** (Earnings Before Interest and Taxes): kamat és nyereségadó fizetés előtti eredmény.
2. **Tax Rate:** adóráta, a társasági nyereségadó határadókulcsa
3. **Reinvestment** (újrabefektetés): az a pótlólagos befektetés, amely a nettó tőkeáfordításnak és a készpénz nélküli forgótőke változásának az összege.

**II. Befektetett tőke**

4. **Invested Capital** (befektetett tőke): az alaptevékenységbe fektetett tőkét jelenti.

$$\text{Befektetett tőke} = \text{Nettó forgótőke} + \text{Nettó tárgyi eszközök} + \text{Nettó egyéb eszközök}$$

**III. Befektetett tőke megtérülése**

5. **ROIC** (Return on Invested Capital): befektetett tőkearányos megtérülés,

$$ROIC = \frac{EBIT(1 - t)}{\text{Nettó forgótőke} + \text{Nettó tárgyi eszközök} + \text{Nettó egyéb eszközök}}$$

#### IV. Eredményhányad

6. **Net Margin:** eredményhányad, ami a nettó nyereség (adózott eredmény) és a bevétel hányadosa

$$\text{Eredményhányad} = \text{Nettó eredmény} / \text{Bevételek}$$

#### V. Tőkeköltség

7. **Market ROA:** eszközarányos nyereség piaci értéken, amit helyettesítőként használok a WACC vonatkozásában

$$MROA = \frac{\text{Nettó eredmény}}{\text{Saját tőke piaci értéke} + \text{Adósságállomány piaci értéke}}$$

#### VI. Növekedési ütem

8. **dlnRev:** az árbetétel növekedési üteme

Az elméleti áttekintés és a korábbi empirikus kutatások bemutatása után önálló statisztikai vizsgálatokat végeztem arra vonatkozóan, hogy a dolgozat elején megfogalmazott kutatási kérdéseimet megválaszoljam.

A kutatásom hipotéziseinek igazolása érdekében 18 európai ország, 10 ágazatból és 1553 vállalatból álló adatbázisát vizsgálom meg 2004 és 2011 közötti időszakban, amely erősen kiegyensúlyozott panelnak tekinthető, kevés hiányzó megfigyelést tartalmaz. Az adatbázist Aswath Damodaran honlapjáról<sup>5</sup> töltöttem le, és számos átalakítást végeztem rajta.

A vállalati értéknél az üzleti érték (firm value) érték kategóriát használtam, ami a piaci kapitalizáció (market capitalization) – a saját tőke piaci értékének legjobb becslése – és az adósságállomány piaci értéken (market debt) vett összegét jelenti.

A vállalati értéket – mint függő változót – befolyásoló tényezők közül kiválasztom azokat a magyarázó változókat, amelyek leginkább meghatározói a vállalati értéknek. A változók kiválasztásánál abból az összefüggésből indultam ki, hogy egy vállalat értékteremtő képességét a cash flow generáló képessége határozza meg. Rappaport [1998], Copeland és szerzőtársai [1999], Damodaran [2006] munkái egyetértenek abban, hogy az értékteremtő tényezők azonosításánál a pénzáramlásra, az eredményhányadra, a növekedési ütemre, a befektetett tőkére, a befektetett tőke megtérülésének növelésére, valamint az adóteher és a tőkeköltség csökkentésére kell a vállalatoknak összpontosítaniuk. Az általam alkalmazott modell az értékteremtőknek a redukált használatával került meghatározásra, mert az egyes értékteremtők

---

<sup>5</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

azonosításához sok mutatóból lehet választani. Modellemben arra törekedtem, hogy minden magyarázó változó szignifikáns kapcsolatban legyen az üzleti értékkel, az eredményváltozóval. A tesztek elvégzése után, az empirikus kutatásom következő lépéseként a következő alakú többváltozós regressziós modellt határoztam meg:

$$\begin{aligned} \ln FV_{i,t} = & \alpha + \beta_{\ln EBIT} \ln EBIT_{i,t} + \beta_{tax} tax_{i,t} + \beta_{\ln Reinv} \ln Reinv_{i,t} + \beta_{\ln InvC} \ln InvC_{i,t} \\ & + \beta_{ROIC} ROIC_{i,t} + \beta_{NetM} NetM_{i,t} + \beta_{MROA} MROA_{i,t} + \beta_{dlnRev} dlnRev_{i,t} + u_{i,t} \\ & + \varepsilon_i \end{aligned}$$

### **3. Az értekezés tézisei, megállapításai**

Az üzleti értéket meghatározó tényezők befolyásoló hatását panel regressziós elemzéssel teszteltem a teljes időszakra (2004-2011) és az összes gazdasági ágazatra (10 szektor) vonatkozóan. Az üzleti értéket befolyásoló tényezők szerepének elemzésekor kitértem arra, hogy a befolyásoló tényezőkben, azok fontosságában történt-e változás a vizsgált időszak alatt. Ezért, ha a teljes időszakot két részidőszakra bontom a válság évének mentén, a válság előtti és a válság utáni időszakra, majd azokat külön-külön is értékelem, léteznek-e olyan tényezők, amelyek szignifikánsak voltak, és később elvesztették jelentőségüket, vagy éppen jelentéktelenek voltak és később váltak fontossá.

A vállalati értéket befolyásoló tényezők szerepének empirikus vizsgálata után az alábbi téziseket fogalmaztam meg.

**1. tézis: A teljes időszakot (2004-2011) vizsgálva valamennyi magyarázó változó szignifikáns hatással van az eredményváltozóra.**

**1/a. tézis: A teljes időszakot (2004-2011) vizsgálva, pozitív hatással vannak a vállalatértékre**

- **a kamat és nyereségadó fizetés előtti eredmény (EBIT),**
- **az újrabefektetés,**
- **a befektetett tőke,**
- **a befektetett tőkearányos megtérülés,**
- **az eredményhányad,**
- **az árbevétel növekedési üteme.**

**1/b. tézis: A teljes időszakot (2004-2011) vizsgálva, negatívan hat a vállalatértékre**

- **az adóráta,**
- **a piaci értéken vett eszközarányos nyereség (MROA).**

**1/c. tézis: A panelelemzés első időszakát, a globális pénzügyi válság előtti időszakot (2004-2007) összehasonlítva a panelelemzés második időszakával, a globális válság utáni időszakkal (2008-2011) az alábbi eltérések figyelhetők meg:**

- **az első időszakban az adóráta nem befolyásolta az üzleti értéket valamint,**

- az üzleti értékre az árbevétel növekedése negatív hatást gyakorolt,
- a második időszakban viszont az eredményhányad nem volt hatással az üzleti értékre.

**Összességében tehát, az első hipotézisem a teljes időszakot (2004-2011) tekintve az elméletnek megfelelően igazolódott, viszont a válság előtti és utáni időszakot összehasonlítva csak részben teljesült.**

Az empirikus kutatásom második részében azt vizsgálom, hogy a 2007-2008-as pénzügyi válság hogyan hatott az üzleti érték és az értékteremtő tényezők kapcsolatára. Ehhez először az eredeti, kiindulási véletlen hatású panel regressziós modellelmet használtam, azzal a bővítéssel, hogy a magyarázó változók mellé az évek hatását is bevettem „idődummy” változóként a modellbe, valamint az egy évvel késleltetett függő változót is a független változók közé tettem, aminek segítségével az alkalmazkodást tudtam vizsgálni. Ezzel a bővített modellel is lefutattam a panel regressziót.

**A 2008-as évnél látszódik a válság hatása, ugyanis ez az év negatívan befolyásolta az üzleti értéket.**

A következőkben úgy állítottam össze a panel modellelmet, hogy a kereszthatásokat is figyelembe lehessen venni az elemzés során. Egy magyarázó változó marginális hatása olykor függhet más változótól is. Ennek a bemutatására Ramanathan ([2003] 264-265.o.) azt javasolja, hogy a változók közötti kölcsönhatásokat is meg kell ragadni, ami a kereszthatást demonstrálja. A kereszthatás vizsgálatakor, abban az esetben, amikor valamennyi változó 2008-as idődummy változóval van szorozva látszódik, hogy a befektetett tőke és a befektetett tőke megtérülésének 2008-as kereszthatása pozitívan, míg az újrabefektetés 2008-as idődummy változós szorzata negatívan befolyásolja az üzleti értéket, a többi változónak a 2008-as idődummy változóval vett szorzata nem szignifikáns.

Ezután olyan panel regressziókat végeztem, amely esetekben a kiindulási regressziós modellt kiegészítve, a független változók közé bekerültek az évhatások, az egy évvel késleltetett függő változó, valamint külön-külön, az egyes magyarázó változók idődummy változóval való szorzatai.

A fenti következtetéseket összefoglalva az alábbi tézist fogalmaztam meg.

**2. tézis: A 2007-2008-as pénzügyi válság hatására az értékteremtő tényezők kapcsolatában bekövetkezett változások vizsgálatai arra engednek következtetni, hogy a 2008-as év egyértelműen a válság évének tekinthető. A felezési idő mutatója alapján megállapítható, hogy kevéssel több, mint egy év alatt lecseng a válság hatásának a fele. A pénzügyi válság bekövetkeztével – azt megelőző évekhez képest – több független változó maradt a vállalat üzleti értékét magyarázó modellben.**

**Összességében az empirikus vizsgálatok eredményei alátámasztják a második hipotézisemet, aminek következtében az beigazolódott.**

A kiindulási panel adatbázisomat úgy alakítottam át, hogy az alkalmas legyen a különböző iparágakban a válság hatására bekövetkezett változások vizsgálatára. Ennek érdekében a szektorokat külön elemeztem.

Az eredmények alapján elmondható, hogy a 10 iparág közül a pénzügyi szektor esetében a legerősebb a negatív hatás az üzleti értékre a 2008-as évben, vagyis azt érintette leginkább a válság. A sorban a következő az energia szektor és az információs technológia, majd az alapvető fogyasztási javak, nyersanyag, egészségügyi ellátás iparágak, ezután a közművek, az ipari és végül a fogyasztási javak ágazat. A regressziós elemzés alapján a távközlési szolgáltatások iparágban nincs szignifikáns hatással az üzleti értékre a 2008-as év.

Ha a szektorokat áttekintjük aszerint, hogy az egyes értékteremtő tényezők hatása milyen az üzleti értékre, azt láthatjuk, hogy eltérések vannak a szektorok között, illetve az egyes szektorok, és az összegazati kapcsolatok között is. Míg a valamennyi szektort tartalmazó regressziós modellben az értékteremtő tényezők mindegyike szignifikáns hatással volt az eredményváltozóra, addig ez a szignifikáns hatás nem jellemző az egyes iparágakat külön-külön vizsgálva.

A 10 vizsgált iparágban a válság hatására bekövetkezett változások elemzéseit összefoglalva az alábbi tézist fogalmaztam meg:

**3. tézis: A 2007-2008-as pénzügyi válság hatásait az egyes iparágakban külön-külön is megvizsgálva kijelenthető, hogy a 2008-as év a távközlési szolgáltatások szektort kivéve, valamennyi szektorban a válság évének**

tekinthető. A válság legerősebben a pénzügyi szektorban éreztette hatását. Az értéket befolyásoló tényezők közül számos magyarázó változó elvesztette jelentőségét, egyedül a fogyasztási javak iparágban volt valamennyi magyarázó változó szignifikáns hatással az üzleti értékre.

**Összességében a harmadik hipotézisem csak részben állja meg a helyét, ugyanis az empirikus vizsgálatok a távközlési szolgáltatások szektorban nem bizonyították a 2008-as visszaesését az üzleti értéknek.**

Az utolsó empirikus teszteléshez úgy rendeztem át a kiindulási panel adatbázisomat, hogy az alkalmas legyen a válság hatására a pénzügyi- és a reálgazdaságban bekövetkezett változások vizsgálatára. Ehhez a mintában lévő országokat két csoportba osztottam az országot jellemző pénzügyi rendszer típusa alapján. Az egyik csoport az angolszász, amelybe az Egyesült Királyság és Írország tartoznak, a másik csoport a kontinentális pénzügyi rendszerhez sorolható országokat foglalja magában, amely a minta többi országát tartalmazza, Ausztriát, Belgiumot, Dániát, Finnországot, Franciaországot, Görögországot, Hollandiát, Luxemburgot, Magyarországot, Németországot, Norvégiát, Olaszországot, Portugáliát, Spanyolországot, Svájcot és Svédországot.

A pénzügyi- és reálszférában, az angolszász és kontinentális pénzügyi rendszerrel rendelkező országokban, a válság hatására bekövetkezett változások elemzéseit összefoglalva az alábbi tézist fogalmaztam meg:

**4. tézis: Empirikusan is alátámasztható, hogy a 2007-2008-as válság - a pénzügyi és reálgazdaságot összehasonlítva - a pénzügyi szektorban jobban éreztette hatását. Az angolszász és a kontinentális pénzügyi rendszerű országokat külön-külön is megvizsgálva kijelenthető, hogy a 2008-as év a válság évének tekinthető, mind a pénzügyi mind a reálgazdaságban. A visszaesés az angolszász országok esetében jóval nagyobb mértékű volt a pénzügyi szektor vonatkozásában, míg a reálgazdaságban közel azonos mértékben volt tapasztalható a két országcsoportban.**

**Összességében a negyedik hipotézisem csak részben állja meg a helyét, ugyanis az empirikus vizsgálatom során, az angolszász és a kontinentális pénzügyi rendszerű**

**országok reálgazdaságaiban működő cégek üzleti értékeiben hasonló visszaesés volt tapasztalható.**

#### 4. Összegzés, további kutatási irányok

A megváltozott piaci környezeti kihívásokhoz igazodva új elvárások jelennek meg a vállalatértékelés esetében is. A vállalatértékelő számára kulcsfontosságú, hogy több évre vonatkozó, hatékony, hasznos és pontos információ álljon rendelkezésre. Ezeket az információkat felhasználva a menedzsment operatív és stratégiai szintű döntések meghozatalára képes. Ezek a mutatók alkalmasak arra válság idején is, hogy jelezzék azt, hogy valamennyi értékteremtőre jelentős figyelmet kell fordítani. A globális pénzügyi válság hatására a vállalatértékelésben tehát előtérbe kerül valamennyi érték meghatározó szerepének a vizsgálata. Ezt a szemléletet vállalati mérettől függetlenül, mind a nagyvállalatoknál, mind a kis-és közepes vállalatoknál követni kell.

A disszertáció alapvető célja az volt, hogy a témában releváns irodalmak feldolgozása után megvizsgálja a vállalatok azon értékteremtő tényezőit, amelyek leginkább befolyásolják a vállalati értéket. Miután azonosításra kerültek az értékteremtők, a 2007-2008-as globális pénzügyi válság hatására bekövetkezett változások elemzése következik iparági és országcsoporti dimenzióban.

Disszertációm megírása során négy kulcsterületnek a kidolgozására koncentráltam.

Az első az elméleti rész, amelyben a vállalati értékteremtés, illetve a folyamatának bemutatása után a vállalatértékelés irodalmi háttérét, történeti fejlődését foglaltam össze. Ebben a fejezetben került kifejtésre a tulajdonosi értékmaximalizálás létjogosultságának vállalatelméleti alátámasztása, továbbá az érintett elmélet ismertetése. Itt többek között olyan szerzők műveire fókuszáltam, mint Porter, Prahalad – Hamel, Rappaport, Copeland és szerzőtársai, Black és szerzőtársai, Pratt, Bélyácz, Ulbert, Smith, Coase, Markowitz, Modigliani – Miller, Jensen – Meckling, Freeman, Donaldson – Preston, Friedman.

A második a gyakorlati rész, amely a vállalatértékelés tevékenységének és módszereinek a kategorizálását és áttekintését tartalmazza, részletesen bemutatva a vállalatértékeléshez használható eszközöket, azok alkalmazásának előnyeit és hátrányait.

A harmadik rész a gazdasági válsággal foglalkozik, kiemelve annak pénzügyi vetületét. A válság kialakulásának és okainak ismertetése után az azokra ható folyamatokat, majd a korábbi empirikus tanulmányokat tekintetem át.

Végül a negyedik empirikus részben, az adatbázis vállalati adatain keresztül vizsgáltam az értékteremtő tényezőket. Az elemzés során vizsgáltam a 2007-2008-as globális pénzügyi válság hatásait is, a különböző iparágakban és az egyes országcsoportokban.

Zárásként megválaszoltam a kutatási kérdésemet, következtetéseket vontam le, összefoglaltam a kutatási eredményeimet, amelyeknek gyakorlati hasznosíthatósága és alkalmazhatósága érvényesül valamennyi gazdasági társaság esetében, továbbá kijelöltem a lehetséges új kutatási irányokat.

Dolgozatom megírásának alapvető célja az volt, hogy választ kapjak arra a kérdésre, milyen tényezők befolyásolják a vállalat értékét és ezeknek a tényezőknek a befolyásoló ereje hogyan alakul az egyes iparágakban és országcsoportokban, illetve a 2007-2008-as globális pénzügyi válság következtében.

Ennek érdekében elemeztem 2004 és 2011 között 18 európai ország 10 szektorból és 1553 vállalatból álló adatbázisát. Az adatbázist Aswath Damodaran honlapjáról<sup>6</sup> töltöttem le, és számos átalakítást végeztem rajta. Az iparágak csoportosításának egységesítése érdekében a Global Industry Classification Standard (GICS) osztályozását használtam. Ezen az adatbázison különböző regressziós modelleket teszteltem. Az empirikus eredmények alapján levont következtetéseimet a tézisekben foglaltam össze.

A dolgozat eredményei az alábbiakban összegezhetők:

- feldolgoztam a vállalati értékteremtés folyamatát, ismertettem azokat a vállalatelméleteket, amelyek a tulajdonosi értékmaximalizálás megalapozottságát biztosítják, összefoglaltam az érintett elmélet és érintett felfogás irodalmakban megjelent megközelítéseit;
- bemutattam a vállalatértékelés gyakorlati módszereit;
- elemzéseim alapján meghatároztam a főbb értékteremtő tényezőket;
- elemeztem és megállapítottam a 2007-2008-as globális pénzügyi válság hatásait a vállalatértékre;
- megvizsgáltam a válság hatását a szektorok vállalatainak értékeire, és megállapítottam, hogy a válság legerőteljesebben a pénzügyi szektorra gyakorolt hatást;
- megvizsgáltam a válság hatását az országcsoportok vállalatainak értékeire, és megállapítottam, hogy a válság az angolszász pénzügyi rendszerű országok pénzügyi szektorára hatott nagyobb mértékben;
- ezen vizsgálatokkal egy új aspektust, az értékteremtés és –mérés, valamint a válság kapcsolatát erősítettem meg;

---

<sup>6</sup> <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

- az eredmények gyakorlati hasznosíthatósága és alkalmazhatósága érvényesül a vállalati mérettől függetlenül valamennyi gazdasági társaság esetében.

Az adatbázis lehetőséget biztosít arra is, hogy némi átalakítás után a tényezők befolyásoló erejét ne csak az országcsoportok, hanem a 18 európai ország esetében külön-külön is teszteljem, és következtetéseket vonjak le belőle, ami további kutatások tárgyát képezheti. Jövőbeni terveim között szerepel az adatbázis bővítése, a 2011 utáni adatok beépítése, amelynek segítségével már több, mint 10 év adata állna rendelkezésemre a további elemzések elvégzéséhez.

## 5. Irodalomjegyzék

- Bartek-Lesi Mária – Bartók István – Czakó Erzsébet – Gáspár Judit – Könczöl Erzsébet – Pecze Krisztina [2007]: Vállalati stratégia. Alinea Kiadó, Budapest
- Bélyácz Iván [1995]: A vállalati tőke piaci és benső értékének kapcsolata. Bankszemle, 39. évf., 8-9. szám, 10-18.o.
- Bélyácz Iván [2011]: Van-e még szerepe a benső értéknek a befektetések piaci árazásában? Akadémiai székfoglaló, 2. rész. Közgazdász Fórum, 14. évf., 1. szám, 3-21.o.
- Bélyácz Iván – Kovács Kármén [2010]: A benső érték, mint az eszköz piaci értékének mozgási centruma. A testetlen eszközök jelentősége a benső érték és a piaci érték eltérésében. Fejlesztés és Finanszírozás, 2. szám, 3-13.o.
- Black, A. – Wright, P. – Bachman, J. E. – Davies, J. [1999]: Részvényesi érték: az értékközpontú vállalatirányítás. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- Chikán Attila [2003]: A kettős értékteremtés és a vállalat alapvető célja. Vezetéstudomány, 34. évf., 5. szám, 10-12.o.
- Chikán Attila – Demeter Krisztina (szerk.) [2006]: Az értékteremtő folyamatok menedzsmentje. Aula Kiadó, Budapest
- Coase, R. H. [1937]: The Nature of the Firm. *Economica New Series*, 4. évf., 16. szám, 386-405.o.
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J. [1999]: Vállalatértékelés. Értékmérés és értékmaximalizáló vállalatvezetés. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Damodaran, A. [2006]: A befektetések értékelése. Módszerek és eljárások. Panem Könyvkiadó Kft. – John Wiley & Sons, Inc., Budapest
- Damodaran Database [2014]: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, letöltve: 2014. jan. 31.
- Dorgai Ilona [2004]: A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere. Vezetéstudomány, 35. évf., 3. szám, 2-18.o.

- Fónagy-Árva Péter – Zéman Zoltán – Majoros György [2003]: Értékmérési módszerek alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata. Pénzügyi Szemle, 48. évf., 4. szám, 380-403.o.
- Freeman, R. E. – McVea, J. [2005]: A Stakeholder Approach to Strategic Management. In: Hitt, M. A. – Freeman, R. E. – Harrison J. S. (ed.) [2005]: The Blackwell Handbook of Strategic Management. Blackwell Publishing Ltd, Oxford, 189-207.o.
- Global Industry Classification Standard [2014]:  
[http://www.msci.com/products/indexes/sector/gics/gics\\_structure.html](http://www.msci.com/products/indexes/sector/gics/gics_structure.html), Letöltve: 2014. jan. 31.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. H. [1976]: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 3. évf., 4. szám, 305-360.o.
- Juhász Péter [2004] Az üzleti és könyv szerinti érték eltérésének magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái. Doktori értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem
- Kárpáti Tibor [2005]: A nyilvános részvénytársaság a gazdaság erőforrás-alapú megközelítésében. Külgazdaság, 49. évf., 1-2. szám, 38-57.o.
- Kazainé Ónodi Annamária [2008]: Az értékközpontú vállalatvezetést szolgáló teljesítménymérési rendszer. Doktori értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem
- Lintner, J. [1965]: Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification. Journal of Finance, 20. évf., 4. szám, 587-615.o.
- Markowitz, H. [1952]: Portfolio Selection. Journal of Finance, 7. évf., 1. szám, 77-91.o.
- Modigliani, F. – Miller, H. M. [1958]: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. The American Economic Review, 48. évf., 3. szám, 261-297.o.
- Modigliani, F. – Miller, H. M. [1961]: Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. Journal of Business, 34. évf., 4. szám, 411-433.o.

- Modigliani, F. – Miller, H. M. [1963]: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53. évf., 3. szám, 433-443.o.
- Porter, M. E. [1998]: *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance: with a New Introduction*. The Free Press, New York
- Prahalad, C. K. – Hamel, G. [1990]: The Core Competence of the Corporation. *Harvard Business Review*, 68. évf., 3. szám, 79-91.o.
- Pratt, S. [1992]: *Üzletértékelés. Módszertan és gyakorlat*. Kossuth Könyvkiadó, Budapest
- Ramanathan, R. [2003]: *Bevezetés az ökonometriába alkalmazásokkal*. Panem Könyvkiadó Kft., Budapest
- Stratton, A. [1998]: *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*. 2nd ed., The Free Press, New York
- Sharpe, W. F. [1964]: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19. évf., 3. szám, 425-442.o.
- Stewart, G. B. [1999]: *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*. HarperBusiness Publishers, Inc., New York
- Sulyok-Pap Márta [1998]: Lehetséges-e a vállalatelemzés nemzetközi összehasonlításban? Megjelent: *Bankról, pénzről, tőzsdéről. Válogatott előadások a Bankárképzőben*, Nemzetközi Bankárképző Rt., 411-416.o.
- Takács András [2008]: *A fundamentális vállalatérték és a tőkepiaci érték viszonya a magyar tőzsdei vállalatoknál*. Doktori értekezés, Pécsi Tudományegyetem
- Takács András [2009]: *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*. Perfekt Kiadó, Budapest
- Ulbert József [1994]: *A vállalatértékelés európai és hazai fejlődési tendenciái*. *Vezetéstudomány*, 25. évf., 11. szám, 28-34.o.
- Ulbert József [1997]: *A vállalat értéke*. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs
- Vigvári András [2011]: *Pénzügy(rendszer)tan*. Akadémiai Kiadó, Budapest

Wimmer Ágnes [2000]: A vállalati teljesítménymérés az értékteremtés szolgálatában – A pénzügyi és a működési teljesítmény kapcsolatának vizsgálata. Doktori értekezés, Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

## A jelölt publikációs jegyzéke



DEBRECENI EGYETEM  
EGYETEMI ÉS NEMZETI KÖNYVTÁR



Nyilvántartási szám: DEENK/95/2016.PL  
Tárgy: PhD Publikációs Lista

Jelölt: Kiss Anita  
Neptun kód: CN4VU5  
Doktori Iskola: Közgazdaságtudományi Doktori Iskola

### A PhD értekezés alapjául szolgáló közlemények

#### Folyóiratcikkek, tanulmányok (3)

1. **Kiss, A.:** The empirical examination of changes related to value drivers in the effects of the 2007-2008 crisis.  
*Abstract. "Accepted by Publisher" (2016), p. 1-9, p. 1-9. - ISSN: 1789-221X.*
2. **Kiss, A.:** Implementation of Corporate Valuation Techniques in Practice.  
*Ann. Univ. Oradea. Econ. Scien. 24, 831-838, 2015. ISSN: 1222-569X.*
3. **Kiss, A.:** Empirical Analysis of the Role of the Firms' Value Drivers.  
*NIS. 3 (2), 91-96, 2015. ISSN: 2344-1712.*

#### Konferencia Előadások (1)

4. **Kiss, A.:** Implementation of Corporate Valuation Techniques in Practice.  
*Abstracts of the International Conference on European Integration - New Challenges 11, 92-93, 2015.*





---

**További Közlemények**

Folyóiratcikkek, tanulmányok (1)

5. **Kiss A.:** A vállalat értékét befolyásoló tényezők szerepének vizsgálata angolszász és kontinentális vonatkozásokban.

*Közép-Európai Közl. "közlésre elfogadva", 2016. ISSN: 1789-6339.*

A DEENK a Jelölt által az IDEa Tudóstérbe feltöltött adatok bibliográfiai és tudományometriai ellenőrzését a tudományos adatbázisok és a Journal Citation Reports Impact Factor lista alapján elvégezte.

Debrecen, 2016.04.21.

