



Műhelytanulmányok

Vállalatgazdaságtan Tanszék

☎ 1053 Budapest, Veres Pálné u. 36., 1828 Budapest, Pf. 489
☎ (+36 1) 482-5901, fax: 482-5844, www.uni-corvinus.hu/vallgazd



Vállalatgazdaságtan Tanszék

A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok 1996. és 1999. közötti pénzügyi teljesítményének elemzése

Dorgai Ilona, Juhász Péter

22. sz. Műhelytanulmány
HU ISSN 1786-3031

2002. március

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem
Vállalatgazdaságtan Tanszék
Veres Pálné u. 36.
H-1053 Budapest
Hungary

A Budapesti Értéktőzsdén jegyzett vállalatok 1996 és 1999 közötti pénzügyi teljesítményének elemzése

Dorgai Ilona

Juhász Péter

Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem

Veres Pálné u. 36.

H – 1053 Budapest

Hungary

Összefoglalás

Jelen tanulmányunkban a magyar tőzsdei cégek 1996-1999 közötti teljesítményét vizsgáltuk. A tőzsdei cégeket kétféleképpen próbáltuk csoportokba sorolni: egyrészt a vállalatszintű pénzügyi mutatószámok, másrészt a piaci értékítéletet tükröző teljes részvényesi megtérülés mutató alapján. A két klaszterelemzés eredményeinek az összehasonlítása rávilágított arra, hogy a magasabb fedezeti hányadot elérő társaságok nyújtanak magasabb hozamot a tulajdonosaiknak. A tőzsdei vállalatok egy részénél már felfedezhetők az értékteremtő stratégia irányába történő elmozdulás jegyei.

Kulcsszavak: részvényesi értékmaximalizálás, magyar tőzsdei vállalatok, vállalati teljesítmény, pénzügyi mutatószámok, fedezeti hányad, teljes részvényesi megtérülés, sokváltozós statisztikai elemzés

Abstract

In this article we examine the business performance of Hungarian listed companies between 1996-1999. We tried to group the listed companies in two way: firstly according to corporate based financial ratios, secondly according to total shareholder return index, which reflect the market evaluation. Comparison of the results of two cluster analysis showed that the companies with higher gross margin provide higher return to their shareholders. A few of the listed companies show the features of value based strategy.

Keywords: shareholder value maximization, Hungarian listed companies, business performance, financial ratios, gross margin, total shareholder return, multivariate statistical analysis

Bevezetés

A jelen tanulmány Dorgai Ilona: A részvényesi értékmaximalizálás és a vállalati értékteremtés kapcsolata című doktori disszertáció empirikus kutatás részének előtanulmányaként született meg. A disszertáció a Budapesti Értéktőzsdén 1999 folyamán jegyzett, nem pénzügyi vagy vagyonekezelői tevékenységet folytató társaságok teljesítményét vizsgálja. Arra a kérdésre keresi a választ, hogy fejletlen tőkepiacon van-e létjogosultsága a részvényesi értékmaximalizálás elvét követő stratégia alkotásnak. A jelen tanulmány a tőzsdei társaságok vállalatszintű teljesítményének és a teljes részvényesi megtérülés mutatóban (TSR) tükröződő piaci értékítéletnek az összehasonlítására és a hagyományos valamint a részvényesi értékmaximalizálás új pénzügyi mutatói közötti kapcsolat felderítésére vállalkozott.

1. Elméleti háttér¹

A részvényesi érték maximalizálása a hosszú távú részvényesi érdekek maximalizálását jelenti, amit a részvényesi megtérülés fejez ki. A részvényesi megtérülés a részvényárfolyam változásának és az egy részvényre jutó fizetett osztaléknak az összege. Egy vállalat akkor teremt értéket, ha tőkeköltésénél magasabb megtérülést biztosít. Hatékony tőkepiacon, nyilvános társaságoknál a részvényárfolyamok változása tükrözi a vállalatok értékteremtő teljesítményét. Mivel a vállalatok üzleti értékét a tőkepiac határozza meg, a részvényesi értékben bekövetkező változást alátámasztja a vállalati teljesítmény alakulása. A részvényesi értékmaximalizálás elve feltételezi a hatékony tőkepiac meglétét, amely méri és visszaigazolja az értékmaximalizáló stratégia eredményeit. Paradox módon a hatékony tőkepiacnak feltétele az értékmaximalizáló vállalatok működése, mivel csak így tud maximális többlet értéket biztosító tőkeallokációt létrehozni.

A nemzetközi versenyképesség alapvető feltétele az értékmaximalizáló stratégia megvalósítása. Nemzetközi empirikus kutatások (McKinsey csoport 1996, 1997; Copeland-Koller-Murrin 1994) bizonyították az országok makrogazdasági teljesítménye és a részvényesi értékmaximalizálásra épülő vállalatvezetés közötti szoros kapcsolatot. A magyar tőkepiac sem méretével, sem hozamával nem fejezi ki a gazdaság fejlettségét. Az Európai Unióhoz való csatlakozás sikere függ a magyar gazdaság versenyképességétől, a tőkepiac fejlettségétől. Az értékteremtő tényezőkben rejlő lehetőségek kihasználása a gazdasági átalakulás kényszere s egyben feltétele annak, hogy a versenyszféra vállalatai valóban jó stratégiát tudjanak kialakítani.²

2. Felhasznált minta

A Budapesti Értéktőzsdén 1999 folyamán 68 vállalat részvényeivel kereskedtek. Ezen vállalatok közül 31 társaság papírjai már 1995-ben is a tőzsdén forogtak. A nem pénzügyi és vagyonekezelői tevékenységet folytató vállalatok száma 1999-ben 55 db volt, 1995. év során ezen vállalatok közül 27 cégnek a részvényei voltak forgalomban. Az 55 vállalat közül 2 cég³ gyorsjelentéseit és éves beszámolóit dollárban tette közzé, az adatok összehasonlítása végett ezen vállalatok adatai nem szerepelnek az adatbázisban.

A kiinduló adatbázist 53 tőzsdei vállalat 1995-1999 közötti negyedéves, féléves, háromnegyedéves, éves gyorsjelentései, törzsrészvényeinek napi záróárfolyamai és éves beszámolóit alkotják. Mivel a tőzsdei kategóriától (A, B, C) függ, hogy milyen gyakorisággal

¹ A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttérének részletes feldolgozását, az elmélet alkotóelemeinek bemutatását lásd Dorgai (2001/a)

² Lásd Reszegi (1998, p.931.)

³ Cofinec Hungary Rt., NABI Rt.

kell gyorsjelentést közzétenni, illetve a vizsgált vállalatok folyamatosan váltak nyilvános társaságokká s így több vállalatnak csak éves beszámolója állt rendelkezésre, ezért a statisztikai elemzés során csak az éves szintű adatokat vizsgáltuk.

A végső adatbázist tehát 53 tőzsdei vállalat 1995(96)-1999 közötti éves beszámolóit és törzsrészevényeit február 8-22 közötti záróárfolyamainak az átlaga alkotja. A pénzügyi kimutatások az eredeti adatokat tartalmazzák, nincsenek elkülönítve a működési tevékenységhez nem tartozó tételek, mint pl. tárgyi eszköz értékesítésből származó eredmény, működési tevékenységhez nem szükséges pénzeszköz.

A vállalatok teljesítményének elemzése arányszámok felhasználásával történt. Az arányszámok használata egyrészt összehasonlíthatóvá teszi a vállalatok pénzügyi kimutatásait másrészt gyengíti az infláció hatását.

A mutatószámokat két nagy csoportba bontottuk. Az úgynevezett új pénzügyi mutatók alapja a vállalatok szabad cash-flow és befektetői források kimutatásai. Ezen mutatók használatának célja a számviteli jelentések gazdasági információkká történő alakítása, mivel a vállalatok gazdasági teljesítményét próbálják feltérképezni. Az 1. ábra bemutatja miként épült fel a befektetői források és a szabad cash-flow kimutatás a mérleg és az eredménykimutatásból.

1. ábra: Befektetői források és Szabad cash-flow kimutatás szerkezete

Befektetői források

+	1. Működéshez kapcsolódó forgóeszközök	(Készletek+Követelések-Tőkekonzolidációs különbözet+Pénztár,csekkék+Lekötetlen bankbetétek+Aktív időbeli elhatárolások)
-	2. Kamatfizetési kötelezettséggel nem járó források	(Rövid lejáratú kötelezettségek-Tőkekonzolidációs különbözet-Rövid lejáratú kölcsönök-Rövid lejáratú hitelek+Passzív időbeli elhatárolások + Céltartalékok)
=	I. Működő tőke (1 + 2)	
+	3. Nettó tárgyi eszközök	(Tárgyi eszközök)
+	4. Részesedések	(Részesedések-Tőkekonzolidációs különbözet)
+	5. Tőkekonzolidációs különbözet	(Tőkekonzolidációs különbözet sorok összege)
+	6. Egyéb eszközök-egyéb források	(-Alapítókkal szembeni kötelezettségek-Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek tőkekonzolidációs különbözet kivételével))
+	7. Immateriális javak	(Immateriális javak-üzleti vagy cégérték)
+	8. Goodwill	(Üzleti vagy cégérték)
=	II. Alaptevékenységbe befektetett tőke (I + 3 + 4 + 5 + 6 + 7 + 8)	
+	9. Működéshez nem szükséges hosszú lejáratú befektetések	(Befektetett pénzügyi eszközök-Részesedések-Tőkekonzolidációs különbözet)
+	10. Működéshez nem szükséges értékpapírok	(Értékpapírok+Adott kölcsönök+Hosszú lejáratú bankbetétek+Lekötött bankbetétek)
=	III. Működéshez nem kapcsolódó befektetések (9 + 10)	
=	Befektetői források összesen (II + III)	
+	11. Saját tőke	(Saját tőke)
+	12. Kamatköteles adósság	(Hosszú lejáratú kötelezettségek-Alapítókkal szembeni kötelezettségek - Tőkekonzolidációs különbözet + Rövid lejáratú kölcsönök + Rövid lejáratú hitelek)
=	Befektetői források összesen (11 + 12 = II + III)	

Szabad cash-flow		
+	1. Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye	
-	2. Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye után fizetendő társasági adó ⁴	
=	I. Működési eredmény (Noplat) (1 -2)	
+	3. Értékcsökkenési leírás	
	4. Céltartalék képzés / feloldás	(Céltartalék ÁV.)
=	II. Bruttó cash-flow (I + 3 + 4)	
+	5. Működőtőke növekménye	(Befektetői források I.sor ÁV.-Céltartalék ÁV.)
+	6. Tárgyi eszköz beruházás	(Befektetői források 3.sor záró + Értékcsökkenési leírás – Befektetői források 3.sor nyitó)
+	7. Immateriális javakba befektetés	(Befektetői források 7.sor ÁV.)
+	8. Részesedések + Tőkekonszolidációs különbözet állományváltozása	(Befektetői források 4. + 5.sor ÁV.)
+	9. Egyéb eszközök állományváltozása	(Befektetői források 6.sor ÁV.)
=	III. Bruttó befektetés (5 + 6 + 7 + 8 + 9)	
-	10. Goodwillba eszközölt befektetés	(Befektetői források 8.sor ÁV.)
=	IV. Szabad cash-flow (II - III - 10)	
+	11. Rendkívüli tevékenység adóval módosított eredménye	(Rendkívüli eredmény-adó)
=	V. Működési tevékenységhez nem kapcsolódó cash-flow	
-	12. Adózott kamatbevétel	(Kapott kamatok és kamatjellegű bevételek-adó)
+	13. Adózott kamatkidadás	(Fizetett kamatok és kamatjellegű kifizetések –adó)
-/+	14. Egyéb pénzügyi műveletek bevételei/ráfordításai adóval módosítva	((Pénzügyi befektetések leírása+Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai-Kapott osztalék és részesedés-Pénzügyi műveletek egyéb bevételei)-adó))
+/-	15. Működéshez nem szükséges értékpapírok állományváltozása	(Befektetői források III.sor ÁV.)
-/+	16. Kamatköteles adósság állományváltozása	(Befektetői források 12.sor ÁV.)
+	17. Osztalékfizetés	(Fizetett (jövőre hagyott) osztalék és részesedés)
+	18. Külső tag részesedése	(Külső tag részesedése [er.kim.] + Külső tag részesedése ÁV. [mérleg])
-/+	19. Saját tőke állományváltozása (Mérleg szerinti eredmény nélkül)	(Befektetői források 11.sor ÁV.- Külső tag részesedése ÁV. -Mérleg szerinti eredmény)
=	VI. Finanszírozási cash-flow (IV + V = VI)	

4

+	1. Adófizetési kötelezettség
+	2. Kamatfizetésből származó adópajzs
-	3. Kapott kamatok adója
-/+	4. Egyéb pénzügyi tevékenység adóvonzata
-/+	5. Rendkívüli eredmény adója
=	Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye után fizetendő társasági adó

A hagyományos pénzügyi mutatók forrása a mérleg és az eredménykimutatás. Ezen mutatók vizsgálata egyrészt a hagyományos és az új mutatók közötti kapcsolat feltérképezésére, másrészt a piaci értékítélet és a gyakorlatban elterjedt, könnyen kalkulálható mutatók (P/E, EPS, M/B) közötti kapcsolat tesztelésére szolgált.

A mérleg és a befektetői forrásokon alapuló éves mutatók átlagos értékek, az éveleji nyitó és év végi záróállományok számtani átlaga.

A piaci alapú mutatók az éves gyorsjelentések megjelenése előtti és utáni egy-egy hét napi záróárfolyamainak az átlaga alapján számolt mutatók. A saját tőke piaci értékét a törzsrészesvények piaci értékének és az egyéb részesvények (elsőségi, dolgozói, aranyrészesvény) könyvszerinti értékének az összegeként állapítottuk meg.

A 2. ábra bemutatja az elemzéshez használt mutatók csoportjait, a mutatók rövidítéseit és számolásuk módját.

2. ábra: Az elemzéshez használt mutatók

Új pénzügyi mutatók:

1. Részesvényesi értékmaximalizálás végső mutatója:

Teljes részesvényesi megtérülés (TSR) = $[(\text{részesvényárfolyam periódus végén} - \text{részesvényárfolyam periódus elején}) + \text{egy törzsrészesvényre jutó osztalék}] / [(\text{részesvényárfolyam előző periódus végén} - \text{részesvényárfolyam előző periódus elején}) + \text{előző periódusban egy törzsrészesvényre jutó osztalék}]$

2. Öt makro értékteremtő tényező:

- Értékesítés növekedési üteme (dárbev)
- Működési eredményráta (noplat) = $\text{Működési eredmény} / \text{Értékesítés nettó árbevétele}$
- Működő tőke / Értékesítés nettó árbevétele (WC/TR)
- Nettó tárgyi eszközök / Értékesítés nettó árbevétele (FC/TR)
- Fizetett társasági adóráta (tax) = $\text{Üzemi (üzleti) tevékenység után fizetendő társasági adó} / \text{Működési eredmény}$

3. Hozam és cash-flow mutatók:

- Befektetett tőke megtérülés (ROIC) = $\text{Működési eredmény} / \text{Alaptevékenységbe befektetett tőke}$
- Szabad cash-flow / Alaptevékenységbe befektetett tőke (FCFIC)
- Szabad cash-flow / Összes befektetői forrás (FCFTIC)
- Szabad cash-flow / Értékesítés nettó árbevétele (FCFTR)
- Bruttó cash-flow / Értékesítés nettó árbevétele (BCFTR)
- Bruttó újrabefektetési hányad (FCBCF) = $\text{Bruttó befektetés} / \text{Bruttó cash-flow}$

4. Egyéb elemzési mutatók:

- Működési eredményráta növekedési üteme (dnop)
- Értékesítés nettó árbevétele / Alaptevékenységbe fektetett tőke (TRIC)
- Működő tőke / Befektetői források (WCTIC)
- Alaptevékenységbe befektetett tőke / Befektetői források (ICTIC)
- Kamatköteles adósság / Befektetői források (loantic)

Hagyományos mutatók

1. Jövedelmezőségi mutatók:

- Befektetések hozama (ROI) = Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye / Nettó tárgyi eszközök
- Saját tőke hozama (ROE) = Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye / Saját tőke
- Eszközök hozama (ROA) = Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye / Összes eszköz
- Bruttó fedezet (bfed) = Üzemi(üzleti) tevékenység eredménye / Értékesítés nettó árbevétele
- Nettó fedezet (nfed) = Adózott eredmény / Értékesítés nettó árbevétele
- Egy részvényre jutó nyereség (EPS) = Adózott eredmény / Törzsrészvények száma
- Osztalékfizetési hányad (divr) = Törzsrészvényekre fizetett osztalék / Adózott eredmény
- Egy részvényre jutó osztalék (divs) = Törzsrészvényekre fizetett osztalék / Törzsrészvények száma

2. Piaci mutatók:

- Árfolyam / eredmény mutató (PE) = Részvényárfolyam / Egy részvényre jutó nyereség
- Piaci érték / Könyvszerinti érték mutató (MB) = (Törzsrészvények száma * Részvényárfolyam) / Saját tőke könyvszerinti értéke

3. Egyéb elemzési mutatók:

- Követelések forgási sebessége (kovfs) = (Követelések / Értékesítés nettó árbevétele) * 365 nap
- Készletek forgási sebessége (keszfs) = [Készletek / Anyagjellegű ráfordítások (vagy Értékesítés közvetlen költségei)] * 365 nap
- Értékcsökkenés / Árbevétel (écsár) b)

3. Statisztikai vizsgálatok

A vizsgálatok első célja az volt, hogy a vizsgált társaságok között pénzügyi szempontból statisztikailag szignifikánsan elkülönülő csoportokat találjunk. Az így azonosított klaszterek jellemzésekor nem vállalkozhattunk az elsődleges okok azonosítására (miért éppen azok a vállalatok teljesítenek jobban), hiszen ahhoz az egyes cégek részletes elemzésére volna szükség. Az elemzés során a sikeres társaságok közös vonásainak a kiemelésére törekedtünk függetlenül attól, hogy ezen tulajdonságok okok vagy okozatok, vagy véletlen egybeesések.

A második feladatként a változók közötti kapcsolatok feltérképezését, elemzését tűztük ki magunk elé. Ezzel választ kaphattunk arra a kérdésre, hogy a társaságok gazdasági teljesítményeivel mely, a gyakorlatban könnyen kezelhető, egyszerű mutatók vannak szoros kapcsolatban. Választ kerestünk arra is, hogy a gyakorlati életben rendszeresen használt mutatók (mint például a könyvszerinti érték/piaci érték (M/B), vagy az egy részvényre jutó nyereség (EPS)) mennyire alkalmazhatók hazai viszonylatban.

Harmadik célunk a magyar tőzsdei vállalatok részvényeseik számára biztosított hozama alapján történő kategorizálása volt, olyan közös jellemzőket kerestünk, amelyek megkönnyítik a magas hozamot ígérő társaságok elkülönítését⁵. Ezen cégek pénzügyi

⁵ A kockázat mérlegelése nélkül természetesen nem minősíthetjük ezen hozamok nagyságát, a könnyebbség kedvéért azonban rendszeresen jobban teljesítő vállalatként említjük majd ezeket.

adatainak elemzésével közelebb kerülhetünk annak megítéléshez, mi az ami a magyar tőzsdén elnyeri a befektetők tetszését.

4. Leíró statisztikák

Az adatbázisban szereplő változók alapstatisztikáit az 1. melléklet tartalmazza. A legfontosabb feladatunk azon változók azonosítása volt, amelyek alapján elemezhető vállalat csoportok hozhatók létre. Az 1996 és 1999 közötti időszakra mindössze hét változó állt rendelkezésre mind az 53 vállalatra. Ezek a noplat, tax, bfed, nfed, EPS, divr, divs voltak. Mivel a korrelációk elemzéséből kiderült, hogy a noplat, bfed, nfed és eps változók igen hasonlóak, ezek közül látszott ésszerűnek a választás. Miután egy korábbi hasonló vizsgálatnál (Juhász, 2001.) a fedezeti hányad bizonyult megfelelő csoportképző ismérvnek, ezúttal is ezt, vagyis a bfed mutatót alkalmaztuk. Az éves ingadozások és véletlen hatások kiszűrése céljából az egymást követő négy év mindegyikének adatát felhasználtuk.

4.1. Klaszterelemzés

A klaszterek számának meghatározása céljából dendogramot készítettünk (2. melléklet), amelyből kiderült, hogy a BIF Rt. és a Humet Rt. kilóg a sokaságból, olyannyira, hogy ezen túl érdemi következtetést nemigen vonhatunk le belőle. Az adatok utólagos áttekintése során kiderült, hogy a BIF Rt. 1999. évi magas fedezeti hányadát egy nagy értékű irodaház értékesítése okozta, melyet a könyvszerinti érték kétszereséért adtak el. A Humet Rt. nagyon rossz fedezeti hányadai az 1996. évi részvénytársasággá alakulás után jelentkező magas egyéb költségekkel függenek össze.

A két elem elhagyása után kialakult új dendogramon (3. melléklet) már jól elkülönülő csoportokat azonosíthattunk.

A sokaságból így hét klaszter képzése tűnt célszerűnek (4. melléklet), amelyből egy-egy a két szélsőséget (outliert) tartalmazza. A klaszter-középpontokat az 1. tábla mutatja. (A konkrét klasztertagságokat a 12. melléklet tartalmazza.)

táblázat 1.: Klaszter-középpontok

Klaszter		N	BFED64	BFED74	BFED84	BFED94
1	Vezetők	2	0.2556	0.2983	0.2710	0.2807
2	Követők	10	0.1286	0.1098	0.1310	0.1271
3	HUMET	1	-0.8715	-1.6932	-1.1870	0.0392
4	Lecsúsók	11	0.1473	0.1213	0.0962	0.0477
5	Szürkék	24	0.0152	0.0407	0.0329	0.0333
6	BIF	1	0.1368	0.1433	0.1400	0.8758
7	Vesztesek	4	0.0556	0.0434	-0.0043	-0.1409
Összesen		53	0.0617	0.0496	0.0498	0.0662

A kialakult csoportok értelmezése nem okoz különösebb nehézséget. A Vezetők klasztere tartósan igen jó teljesítményt nyújtó két vállalatot, a Richter Gedeon Rt.-t és a Matáv Rt.-t takarja. A Követők klaszter üzemi eredményhányada ennél gyengébb, s a különbség is mind nagyobb a két csoport között. A Lecsúsók klaszter időbeli változása külön figyelmet érdemel: 1996-ban még a Követőknél jobb eredményeket felmutató cégcsoport a vizsgált időszak végére már átlag alattinak számított. A Szürkék klaszter eredményei a

vizsgált időszakban átlag alattiak voltak, ám árnyalatnyit javítottak bruttó fedezetükön a négy év alatt. A Vesztesek klaszter vállalatainak (Garagent Rt., Gardénia Rt., Phylaxia Pharma Rt., Éptek Rt.) nagyon gyenge teljesítménye folyamatosan romlott, és 1998-tól üzemi szinten is veszteséget termeltek. Figyelembe véve korrigált adatait, a BIF Rt. feltehetően a Követők közé sorolható, míg a Humet Rt. a Vesztesek csoportjába került volna. Miután az 1, 3 és 6 klaszter egy vagy két elemet tartalmaz, elemzésükre csak akkor térünk ki, ha valamilyen speciális jellemzőre kívánjuk felhívni a figyelmet.

4.1.1. A klaszterek jellemzése

Az előző pontban meghatározott csoportok magyarázó erejét az 5. melléklet szemlélteti. Egyértelműen látható, hogy a klaszterek releváns csoportokat fognak össze, mivel a képzés alapjául szolgáló változón kívül szignifikánsan magyarázzak a noplat, ROIC, ROE, ROA, nfed, WCTR, FCTR, MB, dnop, kovfs, FCFTR, BCFTR, készfs és ecsarb változók csoportok közötti szórását is. (5. melléklet)

Ezen magyarázott változók alapján jellemezhetjük az egyes klasztereket. A releváns változók átlagait és szórását a 6. melléklet tartalmazza. Az elemzés könnyebb követése érdekében az ismérvek klaszterátlagait a 2. táblában is ismertetjük.

Több általános trend is tetten érhető. Megfigyelhető a hozam mutatók (ROIC, ROI, ROE, ROA) folyamatos csökkenése, melynek oka egyrészt a csökkenő infláció, másrészt a verseny éleződése. Kiemelkedő ugyanakkor a Követők teljesítménye, hiszen ezen cégek egyes rátáikat esetenként még növelni, illetve szinten tartani is tudták, miközben társaik jókora csökkenést voltak kénytelenek elkönyvelni.

A verseny erősödését az árbevétel arányos működőtőke (WCTR) folyamatos csökkenése is alátámasztja. A Vezetők klaszter vállalatai 1999-ben 13 százalékkal is beérték, a leggyengébbeknek - Veszteseknek - 38 százalékra volt szükségük.

A piaci érték/könyvszerinti érték (M/B) mutató alakulása jól tükrözi az 1998-as orosz válság tőzsdei árakra gyakorolt hatását: minden klaszternél igen nagy visszaesést láthatunk, amelyet a piac 1999-ben többé-kevésbé korrigált. Jellemző, hogy miközben az első két csoportnál (Vezetők és Követők) az 1997-es vagy afölötti szintre tért vissza a mutató, a többi klaszterben rendre alacsonyabb szintet mutatott.

Táblázat 2.: Magyarázott változók átlagai

	(1)	2	(3)	4	5	(6)	7	Teljes sokaság
NOPLAT64	0.2536	0.1099	-0.8715	0.1313	0.0123	0.1049	0.0463	0.0522
NOPLAT74	0.2977	0.0961	-1.6932	0.1089	0.0372	0.1170	0.0335	0.0416
NOPLAT84	0.2730	0.1125	-1.1870	0.0862	0.0278	0.1151	-0.0053	0.0414
NOPLAT94	0.2609	0.1105	0.0383	0.0434	0.0272	0.7160	-0.1407	0.0557
ROIC64	0.2628	0.1363	-0.3743	0.2150	0.0444	0.0388	0.0427	0.0925
ROIC74	0.2800	0.1501	-0.5830	0.2042	0.0725	0.0500	0.0573	0.1084
ROIC84	0.2381	0.1716	-0.6192	0.1563	0.0397	0.0582	-0.0131	0.0802
ROIC94	0.2197	0.1630	0.0273	0.0732	0.0367	0.2580	-0.1863	0.0622
ROI64	0.4302	0.1980	-4.1196	0.4488	0.0779	0.0386	0.0774	0.0880
ROI74	0.3842	0.2280	-5.9512	0.4172	0.1221	0.0540	0.0909	0.0950
ROI84	0.2943	0.2783	-3.2507	0.3167	0.0803	0.0922	-0.0205	0.1045
ROI94	0.2600	0.2747	0.1203	0.1282	0.0656	0.4393	-0.3516	0.1020
ROE64	0.2500	0.1570	-0.3962	0.2842	0.0559	0.0388	0.0515	0.1189
ROE74	0.3197	0.1675	-0.5554	0.2049	0.0787	0.0539	0.0681	0.1175
ROE84	0.2809	0.1848	-0.6182	0.1598	0.0478	0.0836	0.0030	0.0904
ROE94	0.2570	0.1775	0.0271	0.0744	0.0412	0.2886	-0.1087	0.0750
ROA64	0.2159	0.1046	-0.3124	0.1636	0.0279	0.0361	0.0302	0.0692
ROA74	0.2020	0.1130	-0.4690	0.1403	0.0473	0.0439	0.0364	0.0742
ROA84	0.1688	0.1287	-0.4956	0.1052	0.0318	0.0420	-0.0058	0.0579
ROA94	0.1607	0.1202	0.0258	0.0476	0.0304	0.1584	-0.0725	0.0504
BFED64	0.2556	0.1286	-0.8715	0.1473	0.0152	0.1368	0.0556	0.0617
BFED74	0.2983	0.1098	-1.6932	0.1213	0.0407	0.1433	0.0434	0.0496
BFED84	0.2710	0.1310	-1.1870	0.0962	0.0329	0.1400	-0.0043	0.0498
BFED94	0.2807	0.1271	0.0392	0.0477	0.0333	0.8758	-0.1409	0.0662
NFED64	0.2311	0.0920	-0.8646	0.1229	-0.0037	0.1234	0.0394	0.0389
NFED74	0.2713	0.1204	-1.5600	0.1115	0.0371	0.1277	0.0392	0.0488
NFED84	0.2603	0.1150	-1.8013	0.0615	0.0280	0.0278	-0.0043	0.0232
NFED94	0.2587	0.1049	0.2903	0.0366	0.0304	0.6765	-0.1793	0.0556
WCTR64	0.3618	0.1455	1.2425	0.2803	0.0891	-0.0062	0.3748	0.1815
WCTR74	0.1416	0.1389	1.3598	0.2123	0.1024	0.0124	0.2731	0.1685
WCTR84	0.1421	0.1566	0.6054	0.2589	0.1022	0.7256	0.3187	0.1841
WCTR94	0.1329	0.1392	0.5077	0.2779	0.0950	1.1388	0.3843	0.1921
FCTR64	0.5724	0.7672	0.2115	0.3536	0.4319	2.7161	0.4605	0.5346
FCTR74	1.0136	0.7252	0.2845	0.3164	0.3936	2.1671	0.3881	0.4945
FCTR84	1.0041	0.6712	0.3651	0.3799	0.3342	1.2475	0.3983	0.4552
FCTR94	1.0294	0.6740	0.3180	0.4627	0.3581	1.6300	0.4898	0.4979
MB64	4.9717	2.4613	6.5563	4.4576	0.8421	0.0000	1.0216	2.2380
MB74	5.1347	1.8418	5.1267	3.7300	1.0592	0.0000	0.7658	2.1129
MB84	3.5033	1.2064	1.9560	0.9823	0.7867	0.2988	0.5479	1.0308
MB94	5.1958	1.8395	10.6152	1.3591	0.9484	0.3668	0.7248	1.5166
DNOP64	0.6243	0.4424	-8.2633	0.1816	-0.1379	0.2724	-0.5877	-0.1351
DNOP74*	0.5863	0.2780	-1.1367	0.3199	2.9760	0.5096	9.8967	2.2237
DNOP84	0.0742	1.7495	0.3820	0.1598	1.4545	0.6627	-103.9090	-6.7978
DNOP94	0.0952	0.2504	1.0364	-0.3745	-0.2773	3.0376	-5.7864	-0.5123
KOVFS64	42.5028	52.2761	371.2293	72.4163	54.1473	33.0678	134.9674	66.6992
KOVFS74	66.4719	59.4344	481.6085	63.2306	56.1410	24.6061	84.4081	68.1897
KOVFS84	69.5276	57.7340	213.5558	69.3170	50.8382	342.4048	95.1320	68.5941
KOVFS94	76.9725	64.8362	95.4945	76.5201	55.7638	567.2525	135.4459	78.9979

Magyarozott változók átlagai – folyt.

	(1)	2	(3)	4	5	(6)	7	Teljes sokaság
FCFTR64	0.0366	-0.0169	-4.0093	0.0473	-0.0333	0.0113	0.2759	-0.0991
FCFTR74	0.1289	-0.0605	-0.4142	-0.1528	-0.0770	-0.4942	-0.1665	-0.1028
FCFTR84	0.0915	0.0438	0.1172	-0.0907	-0.0288	-1.0937	-0.1718	-0.0516
FCFTR94	0.0475	-0.0151	-0.5218	0.0090	0.0252	3.1274	0.0169	0.0626
BCFTR54	0.2077	0.1629	0.0000	0.1513	0.0535	0.0000	0.1600	0.1015
BCFTR64	0.2604	0.1458	-0.7258	0.1771	0.0564	0.1681	0.1147	0.0904
BCFTR74	0.3820	0.1650	-1.0553	0.1374	0.0790	0.1652	0.0760	0.0988
BCFTR84	0.3737	0.1827	-0.6937	0.1366	0.0706	0.2206	0.0437	0.1033
BCFTR94	0.3408	0.1941	0.1120	0.0934	0.0663	0.8470	-0.0699	0.1117
KESZFS64	124.7985	56.8087	197.0009	97.1051	59.5708	0.0000	112.4340	72.0504
KESZFS74	146.2135	53.4600	154.5783	86.8988	54.9867	129.9954	116.9076	72.7321
KESZFS84	171.1483	57.6662	297.6803	93.4450	48.8419	73.6833	131.6840	75.7954
KESZFS94	168.6003	56.7326	265.6078	106.1535	56.7506	87.7919	145.0353	82.4107
ECSARB64	0.0661	0.0463	0.1067	0.0388	0.0339	0.0632	0.0798	0.0426
ECSARB74	0.1601	0.0551	0.1622	0.0344	0.0473	0.0471	0.0426	0.0510
ECSARB84	0.1684	0.0701	n.a.	0.0396	0.0432	0.1060	0.0373	0.0512
ECSARB94	0.1614	0.0793	0.0721	0.0478	0.0442	0.1308	0.0436	0.0568

* A DNOP74 változót nem magyarították szignifikánsan a klaszterek, az értelmezhetőség megkönnyítésére közöljük.

A követelések forgási idejét (kovfs) tekintve hatalmas különbségeket találunk. A mutató minden csoportnál hosszabbodó fizetési haladékot jelez, a Szürkék 56 napos és a Vesztesek 137 napos 1999-es értéke rendkívüli különbségeket sugall. Reálisnak tűnik az a feltételezés, hogy a két leggyengébb csoport éppen szélsőségei miatt került hátrányos helyzetbe. A Követők 65 napos beszedési idejét ideálisnak véve feltételezhető, hogy a Szürkék (például a kiélezett piaci verseny miatti kényszerből szabott) laza fizetési feltételeikkel rontanak versenypozíciójukon, míg a Veszteseknél nem megfelelő a követelések beszedése, esetleg jelentős befagyott követelésállományt halmoztak fel.

A készletek forgásánál (keszfs) is hasonló helyzet tárul szemünk elé: a jobbak ezen értékteremtő tényező (value-driver) esetében is kiemelkedően teljesítettek. (A Követők 1999. évi 57 napjával szemben a Vesztesek 145 napja áll.) A Szürkék ékes példáját adják annak, hogy az egyetlen értékteremtő tényezőre való – esetleg öncélú – koncentráció sehová sem vezet. Bár forgási adatuk gyakorlatilag megegyezik 1999-re a Követőkével, üzemi eredményességben mutatott lemaradásukat képtelenek lefaragni kizárólag költségoldali megszorításokkal. (Amit egyébként tipikus válságkezelési hibaként tart nyilván a szakirodalom.)

A bruttó cash-flow árbevételhez viszonyított aránya (BCFTR) azt tükrözi, hogy az első két klaszterbe (Vezetők, Követők) sorolt cégek folyamatosan javítottak teljesítményükön, miközben a többi vállalat mind inkább lemaradt.

Az értékcsökkenési leírás értékesítéshez viszonyított részaránya (écsár) – valószínűleg a bővítő beruházásoknak köszönhetően – folyamatosan emelkedett, az eredményesebb vállalatok nagyobb befektetett eszközarányuk nyomán magasabb költséget számolnak el. A tárgyi eszközöknek az árbevételhez viszonyított aránya (FCTR) mutató is ezt támasztja alá, hiszen a jobb cégek nagyobb – igaz csökkenő trendű – befektetett eszközállománnyal érnek el ugyanakkora árbevételt. Ez feltehetően korábbi beruházásaik megtérülését mutatja (növekvő árbevétel), miközben az értékteremtés szempontjából elvileg az alacsonyabb érték az előnyösebb, a többi klaszterben az érték fokozatosan emelkedik, tehát a hatékonyság romlik.

4.2. Korrelációs együtthatók elemzése

A változók páronkénti korrelációs kapcsolatának erősségéből, illetve annak időbeni változásából szintén lényeges következtetések vonhatók le. A következőkben csupán a legfontosabb, nem evidens kapcsolatokat és trendjüket mutatjuk be.

4.2.1. Árbevétel növekedési ütemének korrelációs kapcsolatai

Az árbevétel növekedési üteme (dárbev) 1997-től negatív irányú korrelációs kapcsolatot mutat a befektetett tőkére vetített szabad cash-flow (FCFTIC, FCFIC) és az árbevétel arányos szabad cash-flow mutatókkal (FCFTR) (Lásd 3. tábla) A negatív előjel feltehetően a csökkenő tendenciájú infláció következménye.

Táblázat 3: Szabad cash-flow mutatók és az árbevétel növekedési üteme közötti korrelációs kapcsolat időbeli változása

	1997	1998	1999
FCFTIC-Darbev	-0.5256	-0.4960	-0.4380
FCFIC-Darbev	-0.5145	-0.5251	-0.4438
FCFTR-Darbev	-0.4178	nem szig.	-0.3417

A működőtőke igénnyel (WCTR) fennálló korrelációs kapcsolat ($r = -0.3194$) alapján 1999-ben azon cégek növelhették árbevételüket, amelyek 1998-ban és 1999-ben alacsony forgalomarányos működőtőkével működtek. Az 1998-as válságból azon társaságok álltak könnyebben talpra, amelyek hatékony forgótőke gazdálkodással reagáltak a nehézségekre, például a készlet és vevőállomány leszorításával, vagy a szállítói követelésállomány növelésével.

Az árbevétel növekedése (dárbev) és a követelések forgási ideje (kovfs) között 1996-ban és 1999-ben is szignifikáns volt a negatív kapcsolat. Eszerint e két évben azok a cégek tudtak dinamikusabban növekedni, amelyek rövidebb vevő forgással dolgoztak. A válság idején ez számukra is lehetetlen volt, ahogy a kapcsolat hiánya is mutatja. (4. tábla) A kapcsolat 1999-es helyreállása alapján a tőkékkel hatékonyabban gazdálkodó vagy jobb alkupozícióban lévő (kisebb fizetési haladékokat adó) társaságok eredményesebbek voltak az értékesítésben is.

Táblázat 4.: Az árbevétel növekedési üteme és a követelések forgási sebessége közötti korrelációs kapcsolat

	1996	1997	1998	1999
Korreláció	-0.4222	-0.1579	-0.0842	-0.3724
Szignifikancia	0.0060	0.2588	0.5487	0.0060
N	41	53	53	53

1996-ban a teljes részvényesi megtérülés (TSR) és az árbevétel növekedési üteme (dárbev) között még 0.5014 erősségű korreláció állt fent, vagyis fejletlen tőkepiacra jellemző módon a részvényárak az árbevétel emelkedését követték, ám később ez a kapcsolat nem mutatható ki.

4.2.2. Működési eredményráta korrelációs kapcsolatai

A működési eredményráta (noplát) első szintű autokorrelációja igen érdekes kapcsolatot mutat (5. tábla). Miközben 1995, 1997 és 1998 eredményeit jól előre lehetett jelezni a korábbi esztendő ismeretében, ez nem volt igaz a válságot követő első évre, 1999-re. A válság jelentősen átszabta a cégek gazdálkodási kereteit, az erősebb keleti gazdasági kapcsolattal rendelkezők jobban megsínylelték a visszaesést, így működési eredményhányaduk is alacsonyabb lett.

Táblázat 5.: Adott év noplát mutatójának kapcsolata a megelőző évvel

	1995	1996	1997	1998	1999
Autokorreláció	0.8335	0.2282*	0.9420	0.9788	0.2365*
Szignifikancia	0.0000	0.1513	0.0000	0.0000	0.0883
N	27	41	53	53	53

* A kapcsolat nem szignifikáns!

A működési eredményráta (noplát) és a hozam mutatók (ROIC, ROI, ROE, ROA) közötti szoros kapcsolat (6. tábla) nem csupán adott éven belül létezik: a megelőző esztendő működési eredményráta (noplát) értékei igen szoros kapcsolatban vannak az adott év hozam számaival. A kapcsolatok erősségének csökkenése arra utal, hogy 1999-ben az üzemi működés mellett mind erősebb befolyást gyakorolt a befektetési és pénzügyi műveletek eredményessége is. Ugyanezen év teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutatója szignifikáns kapcsolatot mutat a vizsgálatba vont korábbi évek megtérülési adataival. Ezek szerint 1999-ben azon cégek voltak sikeresek, amelyek tartósan jó eredményt produkáltak, hiszen csak ezeknek a társaságoknak volt megfelelő háttérük a válságból való gyors kilábalásra.

Táblázat 6.: A korrelációs kapcsolat erőssége a működési eredményráta és a hozam mutatók között az egyes években

	1995	1996	1997	1998	1999
ROIC	nem szig.	0.8215	0.8316	0.8220	0.6956
ROI	0.4735	0.9549	0.9785	0.9412	0.6360
ROE	0.6524	0.6979	0.8074	0.7988	0.7090
ROA	0.8164	0.8751	0.8682	0.8760	0.7220

Minden kapcsolat legalább 5 százalékos szignifikancia szintű

A működési eredményráta (noplát) a bruttó fedezet (bfed) és a nettó fedezet (nfed) mutatókkal minden évben 0,97-os korrelációt mutat, így a hagyományos eredményráták kapcsolatainak elemzéséből is ugyanolyan következtetésekre juthatunk.

Az egy részvényre jutó eredmény (EPS) mutató alkalmazását nem ok nélkül kritizálja a szakirodalom. A 7. tábla szerint szignifikáns ugyan a kapcsolat a hozam mutatókkal együtt mozgó működési eredményrátával, ám igen gyenge, ráadásul erejéből látványosan veszít az elmúlt években. A magasabb EPS érték tehát egyre kevésbé jelent jó működést. Úgy tűnik semmi más, mint egy könnyen kozmetikázható, összehasonlításra alkalmatlan mutató.

Táblázat 7.:Az adott év működési eredményrátájának és EPS mutatójának kapcsolata

	1995	1996	1997	1998	1999
Korreláció	0.9603	0.3954	0.3451	0.3498	0.3163
Szignifikancia	0.0000	0.0034	0.0114	0.0102	0.0210
N	41	53	53	53	53

Ugyanakkor fontos megvizsgálnunk, hogy maga az egy részvényre jutó eredmény (EPS) milyen mögöttes változókkal magyarázható. A korrelációs mátrixból kiolvasható, hogy egyedül a bruttó cash-flow-árbevétel aránya (BCFTR) mutató magyarázza, bár nem túl erősen. (8. tábla)

Táblázat 8.: Az adott év EPS és BCFTR mutatójának kapcsolata

	1995	1996	1997	1998	1999
Korreláció	0.3143	0.3807	0.3366	0.3509	0.2906
Szignifikancia	0.1104	0.0141	0.0137	0.0100	0.0348
N	27	41	53	53	53

Figyelemre méltó a működési eredményráta (noplat) és az értékesítés működőtőke igénye (WCTR) kapcsolata is. Míg 1995-ben még a nagyobb működőtőke igény jelentett nagyobb megtérülést, a kilencvenes évek végére megfordult, s a kisebb működőtőke szükséglet garantált nagyobb hozamot a befektetőknek. 1999-ben azonban – feltehetően a válság hatására –, megint azon cégek tudtak jobb eredményt elérni, amelyek nagyobb működőtőkét kötöttek le, amit feltehetően az értékesítési piacok kiélezett versenye állt. Ezt támasztja alá a követelésforgással kimutatott kapcsolat előjelváltása is. 1999-ben a nagyobb kereskedelmi hitelt adók teljesítettek jobban, míg a korábbi években éppen fordítva.

Ugyanígy jutunk, ha a működőtőke igény (WCTR) és a teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutató kapcsolatát vizsgáljuk. A korrelációs adatok szerint az 1997-ben kevesebb működőtőkét lekötők 1998-ban nagyobb hozzáadott piaci értéket (MVA) állítottak elő (korreláció: -0,34), míg 1999-ben már azok a cégek álltak előrébb a sorban, amelyek a megelőző esztendőben több működőtőkét kötöttek le (korreláció: +0,39). (Hasonló a kép akkor is, ha a TSR helyett az árbevétel arányos szabad cash-flow (FCFTR) kapcsolatát vizsgáljuk, vagy a WCTR helyett a befektetett tőkéhez viszonyított működőtőke állománnyal (WCTIC) kalkulálunk.)

Táblázat 9.: Adott év működési eredményráta mutatójának néhány korrelációja

	1995	1996	1997	1998	1999
WCTR	0.3496	-0.4936	-0.7549	-0.2796	0.3188
Kovfs	Nem szig.	-0.7141	-0.7703	-0.2385	0.5121

4.2.3. Fizetett társasági adórata

A fizetett (effektív) társasági adórata (tax) szinte egyetlen változóval sem mutat szignifikáns kapcsolatot. Nem állítható tehát, hogy a jobban működő, vagy gyengébb adottságú

cégeket segítenék az állami támogatások ilyen formájával. Érdekes viszont a működési eredmény növekedési ütemével (dnop) fennálló kapcsolat. Az 1996-ban adókedvezményt kapott társaságok 1997-ben általában jobban növelték nyereségüket az átlagnál, míg 1997 és 1998-ban éppen az ellenkezője volt igaz: a kedvezményben nem részesülők gyorsabban növekedtek.

Táblázat 10.: Adott év fizetett társasági adórátájának (tax) a kapcsolata a következő év működési eredményráta növekedési ütemével (dnop)

	1996	1997	1998
Korreláció	-0.3541	0.9942	0.3668
Szignifikancia	0.0093	0.0000	0.0069
N	53	53	53

4.2.4. Piaci mutatók korrelációs kapcsolatai

A 1999-ben teljes részvényesi megtérülés (TSR) és az árbevétel arányos befektetett tőke (TRIC) mutatók között -0,2934 korrelációt mértünk. A korábbi években semmilyen szignifikáns kapcsolatot sem találtunk, ugyanakkor a nagyobb tőkearányos árbevételt kimutató cégek kisebb hozamot biztosítottak. Szintén ebben az évben kialakuló kapcsolat a készletforgás 0,4309-es korrelációja. A pozitív kapcsolat ugyanakkor ellentétes az elmélettel, feltehetően szintén a verseny kiéleződésének jele. Az árbevétel arányos bruttó cash-flow (BCFTR) szintén az utolsó évben mutatott szignifikáns, -0,3537 korrelációt a TSR mutatóval, vagyis a működési hatékonyság nem járt együtt a befektetési és pénzügyi műveletek hatékonyságával.

A teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutató autokorrelációit a piaci hatékonyság teszteléséhez használhatjuk: adott periódus hozama elvileg nem lehet kapcsolatban a megelőző időszak eredményével. Ez 1997-ben és 1998-ban igaz volt, azonban az 1995-ös eredmények erős, 0,5947-es korrelációt mutattak a következő évvel, vagyis a sikeresek többsége két egymást követő évben jól teljesített. 1999-ben azonban éppen fordított volt a helyzet: az 1998-ban szép sikereket elérők ekkor már jellemzően a gyengébbek közé tartoztak.

Táblázat 11.: Adott év teljes részvényesi megtérülés mutatójának kapcsolata a megelőző évvel

	1996	1997	1998	1999
Autokorreláció	0.5947	-0.0508*	0.1674*	-0.3648
Szignifikancia	0.0011	0.7826	0.3152	0.0149
N	27	32	38	44

* A kapcsolat nem szignifikáns!

A piaci érték/könyvszerinti érték (MB) mutató 1998-tól szignifikáns kapcsolatban volt a TSR rátával, erőssége pedig 0,4257-ről 1999-re 0,7013-re emelkedett. A képletek ismeretében arra következtethetünk, hogy az osztalékok jelentősége csökkent.

1999-ben a piaci érték/könyvszerinti érték (MB) és a készletforgás (keszfs) közötti kapcsolat ($r=0,3341$) volt szignifikáns. Eszerint a nagyobb készletforgással dolgozó cégek piaci értéke haladta meg jobban könyvszerinti értéküket. A szintén csak az utolsó vizsgált évben tapasztalt 0,3734-es korreláció a piaci érték/könyvszerinti érték (MB) és az értékcsökkenési leírás-árbevétel aránya (ecsarb) mutató között arra utal, hogy főleg a nagyobb befektetett eszközállománnyal rendelkező vállalatokat értékelte jobban a piac.

1997-ben 0,3222, 1999-ben pedig 0,4260 volt a korreláció a piaci érték/könyvszerinti érték (MB) mutató és a P/E ráta között. Ez is azt támasztja alá, hogy erősödött az a trend, mely szerint e cégek papírjainak ára mind jobban elválnak számviteli kimutatásaik adataitól.

Az elvileg jellemzően iparági és hosszú távú sajátosságként kezelt P/E (PE) ráta egyáltalán nem mutatott autokorrelációt, azaz egyáltalán nem lehetett következtetni a megelőző évek rátáiból az adott esztendő végére kialakuló értékre. Ez mindenképpen a piac instabilitását, illetve a hagyományos ráta rendkívül korlátozott felhasználhatóságát emeli ki.

A piaci érték/könyvszerinti érték (MB) mutató autokorrelációs kapcsolatai nagyon erős kapcsolatot mutatnak. Még a válság évében is közepes erősségű kapcsolat van az előző évi értékkel (lásd 12. táblázat). Eszerint a magyar tőzsdei vállalatok M/B mutatójának időbeli változása alapján következtetni lehetett a következő évi árfolyamértékekre, ami nem felel meg a hatékony piac elméletének.

Táblázat 12.: M/B mutató autokorrelációjának alakulása

	1995	1996	1997	1998	1999
Autókorreláció	0.5901	0.8802	0.9359	0.4405	0.7089
Szignifikancia	0.0019	0.0000	0.0000	0.0056	0.0000
N	25	27	32	38	44

4.2.5. Egyéb vizsgált mutatók korrelációs kapcsolatai

A befektetett tőkére jutó szabad pénzáramlás (FCFTIC) és a követelésforgás (kovfs) kapcsolatának előjelváltása is azt mutatja, hogy a vevői hitelezés ideje versenytényezővé vált. Az árbevétel arányos szabad cash-flow (FCFTR) mutatóval való kapcsolat folyamatos gyengülése szintén azt sugallja, hogy befektetői megtérülés egyre jobban elválnak az üzemi hatékonyságtól. Érdekes lehet a befektetett tőke arányos árbevétel (TRIC) megítélése is: amíg az időszak elején a nagyobb árbevétel hányadúak teljesítménye volt a gyengébb, addig 1999-ben már ezek mutattak nagyobb hatékonyságot. (Ez is mutatja a hagyományos számviteli mutató megbízhatatlanságát.)

Táblázat 13.: Adott év befektetett tőkére jutó szabad cash-flow mutatójának kapcsolata

	1995	1996	1997	1998	1999
Kovfs	-0.6064	-0.4309	-0.1148*	-0.1831*	0.3986
FCFTR	0.9037	0.7527	0.8316	0.7371	0.6892
TRIC	-0.7368	-0.3598	-0.2345	-0.3974	0.3152

*Nem szignifikáns

A követelésforgás és az árbevétel arányos szabad cash-flow (FCFTR) elmélet által sugallt negatív kapcsolata is visszajára fordult 1999-ben, tehát a gyorsabb követelés behajtás nem feltétlenül párosult magasabb szabad cash-flow termeléssel.

A követelések forgási sebességének az értékcsökkenési leírás-árbevétel aránya (ecsarb) mutatóval kimutatott kapcsolata szerint a nagyobb értékcsökkenést elszámoló, vagyis az árbevételhez képest több befektetett eszközt alkalmazó társaságok általában hosszabb fizetési határidőt adnak vevőiknek. (Vagyis a nagy lekötött tőkét igénylő iparágakban hosszú vevői fizetési haladék volt jellemző.)

Táblázat 14.: Adott év követelések forgási sebessége mutatójának korrelációs kapcsolatai

	1995	1996	1997	1998	1999
FCFTR	-0.5104	-0.7180	-0.2742	-0.4938	0.7471
Ecsarb	0.0953*	0.3594	0.3079	0.3417	0.2265*

* A kapcsolat 10 százalékos szinten sem szignifikáns!

Stabil a kapcsolat a tőkearányos árbevétel (TRIC) és az árbevétel arányos értékcsökkenés (ecsarb) között. Szinte minden időbeli eltoltszignifikáns negatív kapcsolatot mutat. Ennek nyilván az a magyarázata, hogy a nagyobb tőkeigényt a cégek – a szakirodalom ajánlásának megfelelően – jellemzően tartósan rendelkezésre álló befektetett tőkéből biztosítják.

Táblázat 15.: TRIC és ecsarb mutatók közötti korrelációs kapcsolat időbeli alakulása

		TRIC54	TRIC64	TRIC74	TRIC84	TRIC94
ECSARB54	Korreláció	-0.3276	-0.5658	-0.5600	-0.3905	-0.3053
	Szignifikancia	0.1471	0.0061	0.0067	0.0723	0.1671
	N	21	22	22	22	22
ECSARB64	Korreláció	-0.3330	-0.5761	-0.7072	-0.5792	-0.4375
	Szignifikancia	0.1118	0.0005	0.0000	0.0003	0.0086
	N	24	33	35	35	35
ECSARB74	Korreláció	-0.2113	-0.4302	-0.5488	-0.4602	-0.3259
	Szignifikancia	0.3332	0.0079	0.0001	0.0019	0.0329
	N	23	37	43	43	43
ECSARB84	Korreláció	-0.1615	-0.2393	-0.3401	-0.2984	-0.2113
	Szignifikancia	0.4726	0.1598	0.0193	0.0416	0.1540
	N	22	36	47	47	47
ECSARB94	Korreláció	-0.2009	-0.4497	-0.5595	-0.5612	-0.4652
	Szignifikancia	0.3581	0.0052	0.0000	0.0000	0.0008
	N	23	37	49	49	49

Az **osztalékfizetési hányadok** nem stabilak, mivel a vállalatok nem az eredmény százalékában, hanem egy részvényre vetítve fizettek osztalékot. Ezt támasztja alá, hogy adott év egy részvényre jutó osztaléka nemcsak az előző évvel, hanem a korábbi évekkal is szignifikáns kapcsolatot mutat (16. tábla); az egyes évek osztalékfizetési hányadai között egyre gyengül a korrelációs kapcsolat; valamint a két mutató közötti gyenge korrelációs kapcsolat 1997. évet követően megszűnik. 1999-ben az osztalékfizetési ráta csak az árbevétel

növekedési ütemével mutatott közepes erősségű kapcsolatot ($r = 0.5227$), tehát az értékesítést jobban növelő vállalatok fizették ki eredményük nagyobb hányadát osztalékként.

Táblázat 16.: Egy részvényre jutó osztalék korrelációs kapcsolata a megelőző évvel

	Divs44	Divs54	Divs64	Divs74	Divs84	Divs94
Divs44	1,0000	0,7221	0,4078	0,2703	0,0336	-0,0828
Szig.	.	0,0000	0,0347	0,1727	0,8679	0,6813
N	27	27	27	27	27	27
Divs54	0,7221	1,0000	0,8091	0,9329	0,8460	0,7837
Szig.	0,0000	.	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N	27	41	41	41	41	41
Divs64	0,4078	0,8091	1,0000	0,8323	0,7901	0,7427
Szig.	0,0347	0,0000	.	0,0000	0,0000	0,0000
N	27	41	53	53	53	53
Divs74	0,2703	0,9329	0,8323	1,0000	0,9539	0,9103
Szig.	0,1727	0,0000	0,0000	.	0,0000	0,0000
N	27	41	53	53	53	53
Divs84	0,0336	0,8460	0,7901	0,9539	1,0000	0,9707
Szig.	0,8679	0,0000	0,0000	0,0000	.	0,0000
N	27	41	53	53	53	53
Divs94	-0,0828	0,7837	0,7427	0,9103	0,9707	1,0000
Szig.	0,6813	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	.
N	27	41	53	53	53	53

Az egy részvényre jutó osztalék az egy részvényre jutó adózott eredménnyel mutat szoros kapcsolatot. A magasabb EPS értéket elérő vállalatok tulajdonosai magas osztalékra is számíthattak. Az egy részvényre jutó osztalék 1999-ben a hozamráttákkal (ROIC, ROI, ROE, ROA) is közepes erősségű kapcsolatot mutatott, a profitábilisabb cégek részvényesei kaptak egy részvényre vetítve több osztalékot.

Az eredmények azt bizonyítják, hogy a magyar tőzsdei vállalatok a vizsgált periódusban a vállalati eredménytől függetlenül egy részvényre vetítve fizetnek osztalékot, az osztalékpolitika kevésbé függ az adott évi eredménytől.

4.3. Részvényesi hozamok

A részvényesi hozamot vizsgálatunkban a teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutató méri. Ebből mind az 53 vállalatra csak 1999-ből volt adat, hiszen éppen ekkor volt a négy év során maximális a tőzsdei vállalatok száma. A 7. mellékletben található dendogram alapján kiderül, hogy ezúttal is van az adatbázisban egy különálló szélső érték, ismét a Humet Rt. adatait kellett eltávolítani. Az így kapott dendogramon (8. melléklet) már több klaszter is kirajzolódik.

Az ábra alapján öt klasztert különítettünk el a 9. mellékletben bemutatott módon. A csoportok középpontjait a 17. tábla mutatja. (A konkrét klasztertagságokat a 12. melléklet mutatja.)

Táblázat 17.: A TSR94 alapján képzett klaszterek középpontjai

Klaszter	N	Átlag	Szórás
1	1	5.5714	.
2	2	2.1099	0.0988
3	15	-0.3602	0.2449
4	27	0.1815	0.2085
5	8	1.0192	0.2645
Teljes sokaság	53	0.3291	0.9590

Az első csoport egyetlen kiugró teljesítményű tagja a Humet Rt., amelynek az árfolyama egy amerikai piacra lépéssel kapcsolatos bejelentés hatására 2000 elején szárnyalni kezdett, így a gyorsjelentés megjelenésekor, attól teljesen függetlenül igen magasan állt.

A 2. klaszter (Egis Rt., Kékkúti Rt.) és az 5. csoport egyaránt egy feletti értéket mutat, vagyis a befektetők egy év alatt megduplázták pénzüket. Ez természetesen kivételesnek mondható, a háttérben az 1998-as válság miatti rendkívül alacsony bázisár áll. A vállalatok többsége 18 százalék körüli átlagot produkált, ami feltehetően elmarad a tulajdonosok által elvárttól, mivel a kockázatmentesnek tartott állampapírok hozama éves szinten 12.5 % volt 1999-ben. A nagy létszámú 3 klaszter rendkívül gyenge teljesítmény nyújtott: a tulajdonosaik befektetett pénzüket 36 százalékát elvesztették.

A 10. melléklet ezen klaszterek magyarázó erejét szemlélteti. A szignifikánsan magyarázott változók átlagos értékeit a 18. tábla mutatja be. (A részletes vizsgálati eredmények a 11. mellékletben találhatók.)

Az adatok elemzéséből⁶ egyértelműen kitűnik, hogy a tőzsdei árfolyamok változása mögött fundamentális különbségek állnak. A fedezeti (noplát, bfed, nfed) és tőkemegtérülési mutatók (ROIC, ROI, ROE, ROA) szerint is az 5. klaszter nyújtotta a legjobb s a 3. a legrosszabb teljesítményt, amit alátámasztott a piaci érték/könyvszerinti érték (M/B) mutató is.

Élesebb a különbség, ha azt vizsgáljuk, hogy az árbevétel mekkora részét sikerült cash-flowá alakítani az egyes vállalatoknak (BCFTR). Az 5. klaszter vállalatai 1996-ban mindössze 5 százalékponttal voltak jobbak a 3. klaszter vállalatainál, 1999-ben a különbség már 22 százalékpont volt. Az 5. csoport mindvégig javítani tudta teljesítményét, míg a 4. csak szinten tartotta, a 3. pedig egyenesen rontott hatékonyságán.

⁶A klaszterek jellemzése szintén nem tartalmazza a szélsőértéket tartalmazó 1. és a két elemű 2. klaszter elemzését.

Táblázat 18.: A TSR klaszterek által magyarázott változók

Klaszter N	(1) 1	(2) 2	3 15	4 27	5 8	Teljes sokaság 53
NOPLAT64	-0.8715	0.1543	0.0327	0.0651	0.1348	0.0522
NOPLAT74	-1.6932	0.1322	0.0558	0.0583	0.1526	0.0416
NOPLAT84	-1.1870	0.0849	0.0361	0.0619	0.1247	0.0414
NOPLAT94	0.0383	0.1046	-0.0017	0.0445	0.1908	0.0557
ROIC64	-0.3743	0.2094	0.0556	0.1161	0.1619	0.0925
ROIC74	-0.5830	0.2070	0.0932	0.1121	0.1859	0.1084
ROIC84	-0.6192	0.1481	0.0312	0.1132	0.1312	0.0802
ROIC94	0.0273	0.1826	-0.0204	0.0802	0.1302	0.0622
ROI64	-4.1196	0.2658	0.1535	0.1883	0.2706	0.0880
ROI74	-5.9512	0.3165	0.1880	0.1971	0.2763	0.0950
ROI84	-3.2507	0.2254	0.0796	0.2121	0.1774	0.1045
ROI94	0.1203	0.2814	-0.0434	0.1452	0.1814	0.1020
ROE64	-0.3962	0.1693	0.1126	0.1315	0.1620	0.1189
ROE74	-0.5554	0.1935	0.1055	0.1238	0.1842	0.1175
ROE84	-0.6182	0.1370	0.0393	0.1276	0.1378	0.0904
ROE94	0.0271	0.1896	0.0058	0.0855	0.1469	0.0751
ROA54	0.0000	0.1567	0.0298	0.1000	0.1333	0.0876
ROA64	-0.3124	0.1417	0.0464	0.0828	0.1149	0.0692
ROA74	-0.4690	0.1588	0.0649	0.0779	0.1260	0.0742
ROA84	-0.4956	0.1070	0.0339	0.0785	0.0903	0.0579
ROA94	0.0258	0.1312	0.0113	0.0547	0.0920	0.0504
BFED64	-0.8715	0.1552	0.0376	0.0756	0.1533	0.0617
BFED74	-1.6932	0.1378	0.0616	0.0675	0.1626	0.0496
BFED84	-1.1870	0.0930	0.0407	0.0721	0.1351	0.0498
BFED94	0.0392	0.1139	0.0007	0.0549	0.2187	0.0662
NFED64	-0.8646	0.1582	0.0142	0.0520	0.1240	0.0389
NFED74	-1.5600	0.1346	0.0567	0.0668	0.1531	0.0488
NFED84	-1.8013	0.0835	0.0311	0.0646	0.0815	0.0232
NFED94	0.2903	0.0965	-0.0041	0.0399	0.1812	0.0556
WCTR64	1.2425	0.2725	0.1394	0.1411	0.1933	0.1815
WCTR74	1.3598	0.2169	0.1154	0.1534	0.1579	0.1685
WCTR84	0.6054	0.2073	0.1570	0.1596	0.2593	0.1841
WCTR94	0.5077	0.2168	0.1785	0.1569	0.2906	0.1921
MB64	6.5563	3.2861	0.9489	1.6529	4.8901	2.2380
MB74	5.1267	2.5711	1.5158	1.3881	4.7481	2.1129
MB84	1.9560	1.0548	1.0055	0.8590	1.4747	1.0308
MB94	10.6152	2.8447	0.7040	1.2292	2.5406	1.5166
KOVFS64	371.2293	64.3461	70.7552	52.9354	51.5262	66.6993
KOVFS74	481.6085	59.1901	61.9383	59.0057	61.4796	68.1897
KOVFS84	213.5558	62.6429	64.4343	56.0615	102.0586	68.5941
KOVFS94	95.4945	72.8146	78.8089	63.1949	132.1714	78.9979
BCFTR64	-0.7258	0.1748	0.0968	0.1039	0.1416	0.0904
BCFTR74	-1.0553	0.1780	0.1008	0.1001	0.2147	0.0988
BCFTR84	-0.6937	0.1321	0.0824	0.1069	0.2227	0.1033
BCFTR94	0.1120	0.1507	0.0539	0.0936	0.2715	0.1117
KESZFS54	0.0000	276.2869	82.9879	69.2096	70.9615	81.0184
KESZFS64	197.0009	119.2189	70.1705	63.6229	66.2627	72.0504
KESZFS74	154.5783	74.4240	63.7187	68.3112	93.8990	72.7321
KESZFS84	297.6803	75.5871	62.8448	68.8657	95.7824	75.7954
KESZFS94	265.6078	73.1979	71.7019	76.5251	101.7574	82.4107
ECSARB54	0.0000	0.0000	0.0438	0.0355	0.0334	0.0376
ECSARB64	0.1067	0.0437	0.0385	0.0400	0.0478	0.0426
ECSARB74	0.1622	0.0402	0.0493	0.0450	0.0632	0.0510
ECSARB84	1.0731	0.0379	0.0465	0.0450	0.0965	0.0736
ECSARB94	0.0721	0.0425	0.0477	0.0506	0.1076	0.0568

A működő tőke árbevételhez viszonyított aránya (WCTR) a legjobb (5. klaszter) és a legrosszabb (3.klaszter) csoportban is nőtt. A mögöttes hatás valószínűleg a vevői kintlevőségek növekedése, hiszen a vevőforgás ideje mindkét említett csoportnál nőtt, míg a közepeseknél (4.klaszter) stabil maradt. Újból a legjobbak hiteleztek a legtovább, mint az már a fedezeti hányad alapján képzett klasztereknél is láttuk. Míg ez versenyelőnyt jelenthetett ezen cégeknek, a rosszak feltehetően gyenge követelés kezelésük miatt jutottak hasonló helyzetbe.

A készletforgást (keszfs) tekintve is a korábbi klaszter elemzéssel összehasonlítva eredményt kaptunk: a legrosszabb (3.) csoport forgási mutatói a legjobbak, talán a költségek csökkentések vagy a megrendelések hiánya miatt.

Az elszámolt értékcsökkenési leírás (ecsb) is a megtérülési mutatókat követi: általában a jobbak írtak le többet eredményükből, vagyis ott az árbevétel arányos befektett eszközállomány (FCTR) magasabb.

4.4. A klaszterelemzések összevetése

Miután a fedezeti hányadon (bfed) és a teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutatón alapuló klaszterelemzés hasonló eredményekkel szolgált, érdekes lehet megvizsgálnunk, hogy a két klaszterelemzés csoportjai mennyire hasonlóak. Ezt az 19. tábla foglalja össze.

A teljes mátrixon végzett Chi-négyzet próba egyértelműen igazolta gyanúinkat: a részvényesek számára elsősorban azok a vállalatok termeltek értéket 1999-ben (TSR), amelyeknek fedezet termelő-képességük is nagyobb volt. A kapcsolatot azonban torzíthatják a speciális elemek. Mindkét kategorizálás szempontjából a Humet Rt. képviselt egyaránt szélsőértéket. Ezt az elemet elhagyva is szignifikáns a kapcsolat. Természetesen nem szabad szem elől téveszteni, hogy az igen kis elemszám torzíthatja a mutatót.

Táblázat 19.: A fedezeti hányadon (bfed) és a teljes részvényesi megtérülés (TSR) mutatón alapuló klaszterelemzés összevetése

Fedezet		TSR					Összesen
		(1)	2	3	4	5	
1	Vezetők					2	2
2	Követők		1	1	6	2	10
(3)	HUMET	1					1
4	Lecsúsók		1	3	5	2	11
5	Szürkék			9	14	1	24
6	BIF					1	1
7	Vesztesek			2	2		4
Összesen		1	2	15	27	8	53

	Érték	Df	Aszimp. szig. (2-oldali)
Pearson féle Chi-négyzet teszt a teljes mátrixra	78.494	24	.000
Pearson féle Chi-négyzet teszt a Humet nélkül	25.013	15	.050

A fedezeti hányad (bfed) alapján képzett klaszterek közül a Vezetők két vállalata a TSR mutató szerinti második legjobb (5.) klaszterbe tartozik. E vállalatoknál a vállalati teljesítmény a részvényárakban is tükröződik.

A Követők közül csupán 2 vállalat tartozik a jók közé, a többség az átlagos TSR növekedést produkáló (4.) klaszter tagja.

A Lecsúszók közül 2 vállalat szintén a magas TSR-t elérő (5.) klaszterhez tartozik. A TVK Rt. bruttó fedezetének a visszaesését az olajár emelkedése követte, mivel a termékek árában ezt csak késve tudták érvényesíteni. A magas részvényesi megtérülést, a részvényárfolyamok emelkedése okozta, ami annak is a következménye lehet, hogy a legnagyobb forgalmú részvények közé tartoznak a TVK Rt. papírjai. A Graboplast Rt. üzemi(üzleti) tevékenységből származó eredményére szintén hatással volt az olajár emelkedése, másrészt tartalmaz nem a működési tevékenységgel kapcsolatos tételeket, ezért tartozik a vállalat a Lecsúszók közé. A vállalat részvényeinek árfolyama az orosz válság következményeként 1998-ban a tizedére esett vissza, az 1999. évi részvényárfolyam emelkedés egyfajta korrekciónak tekinthető, a részvényárfolyamok így is csak az 1996. első negyedéves szintet mutatják.

A Szürkék közül az Agrimpex tartozik a magas TSR-t elérők (5) klaszterébe, azonban a vállalati teljesítmény nem támasztja alá a részvényárfolyam emelkedést.

A legmagasabb részvényesi megtérülést a Kékkúti Rt. (Követők) és az Egis Rt. (Lecsúszók) érte el. A Kékkúti Rt. részvényárfolyam emelkedését a jó vállalati teljesítményen kívül, befolyásolta a Perrier Vittel Sa. 2000. elején kezdődő felvásárlási akciója. Az Egis Rt. 1999. évi részvényárfolyam emelkedése az 1998-as részvényár mélyrepülést követő korrekciónak tekinthető.

1999-ben negatív részvényesi hozamot nyújtott a Vesztések 2, a Lecsúszók 3, a Szürkék 9 vállalata, ami összefüggésbe hozható a vállalati teljesítménnyel. A Követők közül a MOL Rt. tartozik a legrosszabb részvényesi megtérülést nyújtó klaszterbe. A MOL Rt. árfolyamcsökkenését főként az állam gázüzletágba való beavatkozása okozta. A részvényárak csökkenése, a befektetők jövőbeni várakozásait, a gázüzletág várható veszteségeit tükrözi.

A magyar tőzsdei vállalatok teljes részvényesi megtérülés és bruttó fedezet változásán alapuló klaszterelemzésének az összevetése alapján elmondhatjuk, hogy a vállalatok egyrészénél összefüggésbe hozható a részvényárfolyam változás és a pénzügyi mutatókban megjelenő teljesítmény. A vállalatok egy szűk körénél elkezdődhetett az értékteremtési filozófia elterjedése, azonban a magyar tőzsdén ez még korántsem általános érvényű.

5. Összefoglalás

A magyar tőzsdei vállalatok 1996-1999 közötti pénzügyi teljesítményének vizsgálata rávilágított a bruttó fedezeti hányad (bfed) ismételt csoportképző szerepére. A fedezeti hányad alapján 7 klasztert képeztünk, melyekből 5 jelentett statisztikailag is releváns csoportot. A klaszterek elkülönülését igazolta, hogy a csoportképzésben részt nem vevő mutatókban is releváns eltéréseket mértünk. A vizsgálatból több általános trend is nyomon követhető volt. A számviteli hozam mutatók csökkentek, aminek elsődleges oka az időszak csökkenő mértékű inflációja lehetett. A követelések és a készletek forgási sebessége évről-évre emelkedett, ám ennek csoportokként eltérő okai voltak. Az értékcsökkenési leírás árbevételhez viszonyított arányának emelkedése viszont a hosszú távú beruházás politika szerepének a növekedésére utalhat.

A korrelációs elemzés megmutatta a hagyományos és az új hozam és eredmény mutatók közötti erős korrelációs kapcsolatot, ami valószínűleg az adatok számviteli forrásával magyarázható. Az elemzések alapján a vállalati teljesítményt befolyásoló tényezőnek tekinthetjük a működési eredményrátát, a követelések forgási sebességét és az

értékcsökkenési leírás-árbevétel arányát. A részvényesi megtérülést befolyásoló mutatók köre évről-évre változott. Érdekes módon a külső okokból bekövetkező részvényárfolyam zuhanáskor (1998. orosz válság) állt korrelációs kapcsolatban az összes hozam és eredmény mutatóval. A teljes részvényesi megtérülés mutató 1999. évi értékén alapuló klaszterelemzés mégis statisztikailag releváns csoportokat fogott össze. A fedezeti hányad alapján létrejött klaszterekkel való összevetés is ezt igazolta. A tőzsdei vállalatok egy részénél már felfedezhetők az értékteremtő stratégia irányába történő elmozdulás jegyei.

Ezek alapján legfontosabb eredményeink a következők:

1. A vizsgált időszakban a csökkenő infláció miatt mérséklődtek a vállalatok hozamrátái. Ugyanakkor átlagosan 18 százalékos teljesítményük szinte bizonyosan elmaradt a tulajdonosok elvárásától, hiszen akkoriban az állampapírok hozama évi 12,5 százalék volt. Kiderült: az 1995 és 1999 közötti években folyamatosan nőtt a különbség a jól és rosszul teljesítő társaságok közötti különbség. Ugyanakkor vizsgálatunkban kimutattuk, hogy a tőzsdei árfolyamok változása mögött jórészt éppen ezek a tényleges fundamentális különbségek állnak.
2. Az 1998-as válság komoly hatást gyakorolt a tőzsdei vállalatokra, s 1999-re csak azok a cégek tudtak talpra állni, amelyek a korábban is legjobban teljesítők között voltak. Azok a vállalatok, amelyek hatékonyabban gazdálkodtak forgótőkájukkal és képesek voltak vevőiknek hosszabb fizetési határidőket kínálni, nagyobb működőtőkét kötöttek le gyorsabban kilábalnak a nehézségekből.
3. A jobban és rosszabbul teljesítő vállalatok működése között a legszembeötlőbb különbségek a működőtőke igényben, vevőforgásban és a bruttó cash-flow-árbevétel arányában voltak tetten érhetőek.
4. A legtöbb cég kiemelt figyelmet fordított készletforgásának gyorsítására, ám ez az amúgy gyengébb működési hatékonyságú cégeknél nem volt elegendő lemaradásaik kompenzálására. A költségcsökkentés önmagában – az elméletnek megfelelően – nem jelentett gyógyírt valamennyi működési szintű problémára.
5. A működési hatékonyság 1999-ben nem járt egyértelműen együtt nagyobb részvényesi megtérüléssel, amit a nem megfelelő finanszírozási és befektetési döntések mellett az is okozhatott, hogy a piac nem helyesen ítélte meg a vállalat értéknövekedését. A befektetők jellemzően a nagyobb befektetett tőkéjű cégeket értékelték többre. Az időszakban folyamatosan nőtt a különbség a számviteli érték és a piaci érték között.
6. A vizsgált időszakban az osztalékfizetés csak laza kapcsolatban volt az adott esztendő vállalati teljesítményével, ami stabil osztalékpolitika meglétét sejteti.
7. Vizsgálatunkban kimutattuk, hogy az olyan hagyományos számviteli mutatók, mint az egy részvényre jutó eredmény (EPS) vagy a befektetett tőkére jutó árbevétel, nem mutatják helyesen a vállalatok tényleges gazdasági teljesítményét.

A tőzsdei vállalatok klaszter elemzése felhívta a figyelmet a szélsőértéket jelentő vállalatok tevékenységének a felülvizsgálatára, a vállalatok pénzügyi kimutatásainak a gyorsjelentések szöveges információ alapján történő áttekintésére, a működésből származó eredmény és költségek pontosabb elkülönítésére, a működéshez szükséges és nem szükséges pénzeszközök megkülönböztetésére. A korrelációs vizsgálatok is rámutattak arra, hogy a számviteli információkat körültekintőbben kell kezelnünk, s azokat nem számviteli információkkal is ki kell egészítenünk a további kutatások során.

Felhasznált irodalom

Agrawal,R. - Findley,S. - Greene, S. - Huang, K. - Jeddy, A. - Lewis, W.W. - Petry,M. (1996): Why the US leads and why it matters, The McKinsey Quaterly, Number 3.

Bughin,J. - Copeland,T. (1997): The virtuous cycle oy shareholder value creation, The McKinsey Quaterly, Number 2.

The Boston Consulting Group: Cash Is All That Counts, Managing for Value, Melbourne Sydney, Auckland

Copeland,T. - Koller,T. - Murrin,J.(1994):Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. 2. ed.,Copyright 1994, by McKinsey & Company, Inc. Published by John Wiley & Sons, Inc.

Dorgai Ilona (2001): A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere, BKÁE, Vállalatgazdaságtan tanszék, Műhelytanulmányok

Juhász Péter (2001): A magyar vállalatok pénzügyi teljesítményének elemzése 1995 és 1998 között, BKÁE, Vállalatgazdaságtan tanszék, Műhelytanulmányok

Reszegi László (1998): Értékmaximalizáló vállalati stratégia, BKE,in:Temesi(szerk), pp.918-932.

Temesi József (szerk.)(1998): 50 éves a Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Jubileumi tudományos ülészak, 1998. október 1-3.