

Jobbágy Anna¹- Tömöri Gergő²- Hamad Mirjam³

A jövedelmezőségi mutatók szerepe az osztalékdöntések előrejelzésében

ÖSSZEFOGLALÁS

A tanulmány a jövedelmezőségi és cash flow alapú mutatók osztalékkifizetésre gyakorolt hatását vizsgálja a DAX és DJIA vállalatoknál. Faktoranalízissel két fő faktort azonosítottunk mindkét indexben, majd panelregresszióval elemeztük azok kapcsolatát a DIV/Equity mutatóval. A DAX esetében elsősorban a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók (CFROA, CFROE, FCF/TA) bizonyultak szignifikáns magyarázóknak. A DJIA vállalatoknál mind a hagyományos (ROA, ROE), mind a cash flow alapú mutatók szignifikánsak, de eltérő irányú hatást mutatnak. Az eredmények szerint az amerikai cégek osztalékkifizetése stabilabb és szorosabban kapcsolódik a jövedelmezőséghez, míg az európai vállalatok esetében nagyobb volatilitás figyelhető meg.

Kulcsszavak: osztalékkifizetés, jövedelmezőségi mutatók, cash flow, DAX, DJIA, faktoranalízis, panelregresszió

JEL-kódok: G35, G32

BEVEZETÉS

Napjainkban az osztalékkifizetések a befektetők egyik legfontosabb szempontjává váltak a részvénybefektetések megítélése során. Az osztalékkifizetés nemcsak a részvényesek számára jelent bevételi forrást, hanem a vállalat pénzügyi stabilitásának és hosszú távú stratégiai elképzeléseinek is fontos mutatója. A vállalatok számára az osztalékdöntések kulcsfontosságú pénzügyi kérdéseket vetnek fel, amelyek befolyásolják a cég pénzügyi helyzetét és megítélését a tőzsdén.

Kutatásunk célja annak feltárása, hogy a különböző jövedelmezőségi mutatók, valamint a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók milyen hatással vannak az osztalékkifizetésekre a DAX index és DJIA vállalatainak körében. Ez a két vállalatcsoport két különböző gazdasági környezetben helyezkedik el, így célszerűnek találtuk annak vizsgálatát, hogy ez hatással van-e a US GAAP és az IFRS-ek szerint eredményüket prezentáló vállalatok saját tőke arányos osztalékkifizetéseinek eltéréseire. Fontos kiemelni, hogy ez a kutatás viszonylag stabil gazdasági környezetekre fókuszál. Extrém gazdasági körülmények, mint például a hiperinfláció, alapvetően torzíthatják a pénzügyi eredményeket (Tamimi és Orban, 2020), megnehezítve az osztalékpolitika és a jövedelmezőségi mutatók közötti valós kapcsolat feltárását. A nemzetközi számviteli gyakorlatok eltéréseinek pénzügyi mutatókra gyakorolt hatását Szekeres és Dékán Orbán (2018) is

hangsúlyozza, akik a vállalati fizetőképesség nemzetközi számviteli környezetben történő vizsgálatát elemezték.

A vizsgálat során két kutatási hipotézist állítottunk fel:

- H1: Legalább egy jövedelmezőségi mutató hatással van az osztalékkifizetésre.
- H2: Legalább egy cash flow alapú jövedelmezőségi mutató hatással van az osztalékkifizetésre.

A fenti hipotézisek tesztelésével kívántunk arról meggyőződni, hogy milyen szerepet gyakorolnak a jövedelmezőségi indikátorok és a cash flow alapú mutatók a vállalatok osztalékkifizetési gyakorlatában.

Az osztalékkifizetési politika és a vállalatérték közötti kapcsolat régóta vita tárgyát képezi a pénzügyi szakirodalomban. Damodaran (2006) szerint a vállalatértékelés egyik alapvető módszere, az osztalékdizkontálási modell (DDM) a vállalat értékét a jövőbeli osztalékok jelenértékeként határozza meg. Ez a megközelítés rávilágít arra, hogy a vállalatok osztalékkifizetési képességének és hajlandóságának előrejelzése kulcsfontosságú a befektetők számára, hiszen a modell alkalmazhatósága feltételezi, hogy a vállalat rendszeresen és megbízhatóan fizet osztalékokat.

Az osztalékkifizetési hajlandóság mögött meghúzódó motivációkat több elmélet is magyarázza. A „madár a kézben” (Bird in the Hand) elmélet szerint a befektetők a biztos, azonnali osztalékokat preferálják a bizonytalan jövőbeli tőkenyerességgel szemben. Gordon (1963) és Lintner (1956) érvelése alapján az osztalékkifizetés csökkenti a befektetésekkel kapcsolatos kockázatokat, mivel az biztosabb hozamot jelent, mint a jövőbeli árfolyamnyereség, amelyet a piac bizonytalansága és az információszimmetria is befolyásolhat.

Ezzel szemben Jensen (1986) ügynökelmélete a szabad cash flow (Free Cash Flow – FCF) szerepét helyezi a középpontba. Az elmélet szerint a magas szabad pénzárammal rendelkező vállalatoknál az osztalékkifizetés fegyelmező erővel bír: megakadályozza, hogy a menedzsment a részvényesek számára nem értéknövelő beruházásokra költse a felhalmozott készpénzt, ezáltal csökkentve az ügynökköltségeket. Ezt az ügynökköltséget képviselhetik például a túlzó, nem a profitmaximalizálást szolgáló vállalati döntések, mint amilyenek a társadalmi felelősségvállalási (CSR) kiadások is lehetnek. Ahogy arra Boda et al. (2025) rámutatnak a vállalati döntéshozatal alapjait vizsgálva, a felelős döntéshozatalnak egyensúlyt kell teremtenie a különböző érdekcsoportok céljai között. Az osztalékkifizetés tehát hatékony eszköz lehet a vezetőik és tulajdonosok közötti érdekellentétek mérséklésére azáltal, hogy csökkenti a menedzserek által szabadon felhasználható forrásokat.

A kutatás fókuszában álló jövedelmezőségi mutatók két fő csoportra oszthatók az osztalékkifizetési képesség vizsgálatakor. A hagyományos számviteli mutatók, mint a saját tőke arányos

¹ MSC hallgató, Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar, Debrecen, anna.jobbagy13@gmail.com

² Adjunktus, Debreceni Egyetem, Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet, Debrecen, tomori.gergo@econ.unideb.hu

³ Tanársegéd, Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar, Számviteli és Pénzügyi Intézet, Debrecen, hamad.mirjam@econ.unideb.hu

megtérülés (ROE) vagy az eszközarányos megtérülés (ROA), a vállalat eredménytermelő képességét mérik. Ormos (2018) azonban hangsúlyozza, hogy ezek az értékek a számviteli politika – például az értékcsökkenési leírások megválasztása – révén torzíthatók. A számviteli politikán túl a külső makrogazdasági környezet is jelentősen torzíthatja a jövedelmezőségi mutatókat. Ahogyan arra Tamimi és Orbán (2020) rámutatnak, különösen a (hiper)inflációs időszakok jelentenek kihívást, mivel az árszínvonal-emelkedés eltérő ütemben befolyásolja a kimutatások tételait, ezáltal megnehezítve a valós teljesítmény és a jövedelmezőség objektív értékelését.

E korlátok miatt váltak fontossá a cash-flow alapú jövedelmezőségi mutatók (pl. CFROE, CFROA), amelyek a tényleges pénzáramlást vizsgálják a számviteli nyereség helyett. Walsh (2009) szerint ezek a mutatók megbízhatóbb képet adnak a vállalat likviditásáról és valós osztalékfizetési potenciáljáról, mivel kevésbé érzékenyek a számviteli manipulációkra, és a vállalat rendelkezésére álló tényleges likviditást tükrözik. A DDM modell és a cash-flow alapú mutatók integrációja így szilárdabb keretet biztosít a befektetők számára a hozamok fenntarthatóságának felmérésére.

MÓDSZER

A faktoranalízis egy olyan módszer, amelyet adatsökkentésre és az adatszerkezet feltárására használnak. Lényege, hogy a kiinduló változók számát néhány, úgynevezett faktorba vagy háttérváltozóba csoportosítja, amelyek közvetlenül nem megfigyelhetők. Ez a megközelítés lehetővé teszi, hogy a változók számát csökkentsük, miközben a csoportosított változók fő információ-tartalma megmarad. Az eredeti változók lineáris kapcsolatban állnak, de a faktorok egymástól függetlenek (Molnár, 2015).

Mivel a jövedelmezőségi mutatók és a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók feltehetően függenek egymástól, így faktoranalízist alkalmaztunk a közös faktorok feltárására. A megfelelő faktorok leszűréséhez a Kaiser-kritériumot alkalmaztunk, mely szerint, ha egy faktor eigenvalue-ja (sajátértéke) nagyobb, mint egy, akkor megtartottuk. A faktoranalízis során varimax rotációt is alkalmaztunk, hogy az analízis során minimalizálhassuk a faktorsúlyok közötti összefüggéseket, így könnyebben azonosítható a faktorok összetétele.

Gelman et al. (2020) szerint a regresszió a pénzügyekben, a befektetésekben és más tudományágakban használt statisztikai módszer, amely meghatározza a függő változó és egy vagy több magyarázó változó közötti kapcsolat erősségét és jellegét. A regresszióanalízis célja, hogy feltárja a függő és magyarázó változók közötti kapcsolatot.

A regressziós elemzés során a jövedelmezőségi mutatók és a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók, valamint a DIV/Equity (egy egységnyi saját tőkére jutó osztalék) közötti kapcsolatot vizsgáltuk, így megállapítható, hogy a jövedelmezőségi mutatók milyen hatással vannak az osztalékfizetésre. Itt a magyarázó változók a ROE, ROA, ROS, EBITDA/Sales, CFROE, CFROA, CFROS és FCF/TA mutatókból alkotott faktorok voltak, míg a függő változó a DIV/Equity.

Vizsgálatunkban panelregressziót alkalmaztunk, mely megmutatja, hogy a különböző jövedelmezőségi mutatók milyen mértékben magyarázzák a DIV/Equity mutató alakulását. A panelregresszió a lineáris regresszióval ellentétben többdimenziós, időbeli és keresztmetszeti adatok elemzésére alkalmas és figyelembe veszi az egyes adatok közötti eltéréseket és időbeli változásokat is.

EREDMÉNYEK

Kutatásunk ezen szakaszában a vállalatok jövedelmezőségének és osztalékpolitikájának mélyebb elemzéséhez faktoranalízis módszerét alkalmaztunk. A faktoranalízis célja az volt, hogy az elemzett magyarázó változók számát a közöttük fennálló kapcsolatok szorossága miatt csökkentsük, és ezáltal a mélyebb összefüggéseket feltárjuk. Mivel a jövedelmezőségi mutatók és a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók feltehetően függenek egymástól, faktoranalízist alkalmaztunk a közös faktorok feltárására.

Az elemzést a két vállalatcsoportra, a DAX és a DJIA indexekre külön-külön végeztük el.

Elsőként a DAX index eredményeit elemeztük. A faktoranalízis során az „eigenvalue” (sajátérték) azt jelzi, hogy az adott faktor mennyi varianciát magyaráz meg a teljes adathalmazból. Az elemzés alapján a Faktor1, valamint a Faktor2 értéke lett nagyobb, mint 1, azaz meghaladta az ún. Kaiser-kritériumot.

Ez alapján arra következtethetünk, hogy ez a két faktor több varianciát magyaráz, mint egyetlen eredeti változó és ezért érdemes őket a továbbiak során a modellben megtartani. Az első faktor önmagában a variancia 75,1%-át magyarázta, míg a második faktor 24,1%-át; így ezen faktorok kumulált aránya 99,2% volt, mely szinte teljes mértékben leírta a változók közötti kapcsolatokat.

A faktorok könnyebb értelmezhetősége érdekében ezt követően varimax rotációt végeztünk. Ennek a módszernek a segítségével minimalizáltuk a változók közötti korrelációt, így a faktorok könnyebben értelmezhetők lettek. A rotációt követően a két, Kaiser-féle kritériumot meghaladó faktor együttesen az adatok 98,5%-át magyarázta.

1. táblázat: A magyarázó változók faktorokkal való korrelációja a DAX index esetében

Változók	Faktor1	Faktor2	Faktor3	Faktor4	Faktor5	Egyediség
ROS	0,117	0,726	0,260	0,003	0,011	0,392
ROA	0,393	0,845	0,047	-0,091	0,061	0,117
ROE	0,286	0,902	-0,049	0,089	-0,042	0,093
CFROS	0,700	0,265	0,299	-0,029	0,018	0,349
CFROA	0,983	0,152	0,016	-0,023	0,029	0,010
CFROE	0,960	0,204	-0,052	0,031	-0,109	0,021
FCF/TA	0,896	0,307	0,099	-0,033	0,116	0,078
EPSBasic	-0,110	0,420	-0,040	0,189	-0,014	0,774

Forrás: Saját számítás STATA használatával a DAX index adatai alapján

2. táblázat: A magyarázó változók faktorokkal való korrelációja a DJIA esetében.

Változók	Faktor1	Faktor2	Faktor3	Faktor4	Faktor5	Egyediség
ROS	0,436	0,085	0,649	0,251	-0,018	0,318
ROA	0,938	-0,117	0,200	-0,081	-0,054	0,057
ROE	-0,068	0,991	0,030	-0,022	-0,042	0,011
CFROS	0,140	0,076	0,244	0,592	0,003	0,565
CFROA	0,972	-0,043	0,005	0,099	-0,007	0,044
CFROE	-0,050	0,989	-0,014	0,061	0,042	0,014
FCF/TA	0,949	-0,017	0,078	0,101	0,057	0,080
EPSBasic	0,015	-0,091	0,496	-0,036	0,048	0,742

Forrás: Saját számítás STATA használatával a DJIA adatai alapján.

3. táblázat: Random hatás modell panelregresszió a DAX index vállalataira nézve

R négyzet	Csop. Belüli	0,0193				sigma_u	8,272926
	Egy. Közötti	0,1597				sigma_e	5,183253
	Teljes	0,1203				rho	0,718111
DIVEquity	Koefficiens	Standard hiba	T-érték	P-érték	95% Konf. szint	Intervallum	Szignifikancia
faktor1	1,879	0,772	2,44	0,015	0,367	3,392	**
Faktor2	-0,872	0,756	-1,15	0,249	-2,355	0,61	
Konstans	2,579	1,412	1,83	0,068	-0,188	5,346	*
Függő változók átlaga		2,579	Függő változók szórása		10,242		
Teljes R-négyzet		0,12	Megfigyelések száma		152		
Chi-négyzet		6,663	Prob > chi2		0,036		
Csoporton belüli R-négyzet		0,019	Egys. közötti R-négyzet		0,16		
*** p<,01, ** p<,05, * p<,1							

Forrás: Saját számítás STATA használatával a DAX index adatai alapján

Az 1. táblázat mutatja be, hogy az egyes faktorok melyik változót tartalmazzák leginkább, ezeket a mutatókat kék színnel jelöltük. Az eredmények alapján a Faktor1 elsősorban a cash-flow alapú jövedelmezőségi mutatókkal korrelált erősen (CFROA, CFROE, FCF/TA), míg a Faktor2 inkább a hagyományos jövedelmezőségi mutatókkal, mint a ROA és ROE. Amíg az első faktor többnyire a cash-flow alapú jövedelmezőség aspektusát reprezentálja, addig a Faktor2 a hagyományos jövedelmezőségi mutatókat tükrözi.

A továbbiakban a DJIA adataira végzett faktoranalízist elemeztük. A DAX indexhez hasonlóan itt is megvizsgáltuk, hogy a főkomponens faktorok közül melyek magyaráznak érdemi varianciát. Az eredmények azt mutatták, hogy a Faktor1, illetve a Faktor2 lett releváns a vizsgálatunk során, ugyanis ezeknek az „eigenvalue” (sajátérték) értéke lett nagyobb, mint 1, teljesítve ezzel a Kaiser-kritériumot.

Miután elvégeztük a faktortöltöttség vizsgálatát, a DJIA esetében is varimax rotációt végeztünk. Az amerikai vállalatok faktorjai közül is a Faktor1 és a Faktor2 dominált. A Faktor1 a rotáció után a variancia 49,4%-át, míg a Faktor2 a 33,5%-át magyarázta. Ha a kumulált értéket tekintjük, akkor összesen ez a két faktor a variancia 83%-át magyarázta, így az adatok közel teljes szerkezetét ezek az adatok fedték le, amely erős magyarázóképessegre utal.

A 2. táblázat mutatja be, hogy a rotációt követően az egyes faktorok melyik változót tartalmazzák leginkább, ezeket a mutatókat zöld színnel jelöltem. Az ROA (0,938) erősen korrelált az első faktorial, ami arra utal, hogy ez a faktor a vállalat esz-

közeinek jövedelmezőségével van kapcsolatban. A cash flow alapú ROA mutató (0,972) hasonlóan nagyon erősen kötődött az első faktorhoz, így ez is egy fő meghatározója lett. Az eszköz-arányos szabad cash flow (0,949) szintén jelentős szerepet kapott az első faktorban. A második faktor esetében a saját tőke arányos megtérülés (0,991) és ennek a cash-flow alapú párja, a CFROE (0,989) emelkedett ki. A mindkét faktorban kiemelkedő mutatók egyedisége (Uniqueness) alacsony volt, így az összes jól magyarázta a varianciát.

A faktoranalízis során kapott faktorok és a DIV/Equity közötti kapcsolat erősségének vizsgálatára panelregressziós elemzést végeztünk. A Faktorok képezték a magyarázó változóink, illetve a DIV/Equity-t használtuk, mint függő változót.

Mindkét vállalatcsoport esetében lefuttattunk fix hatású és random hatású panelregressziót is. A két modell közül való választáshoz a Hausman tesztet alkalmaztuk. Mind a DAX, mind a DJIA index esetében a Hausman teszt eredménye azt mutatta, hogy a random hatású modell megbízhatóbb és hatékonyabb becslést ad ($p < 0,05$). Emiatt a következtetések levonásához a random hatású modellek eredményeit vettük alapul, mivel ezek pontosabb képet adnak arról, hogy az egyes mutatóknak milyen hatása van a vállalatok osztalékfizetésére.

A 3. táblázatban mutatjuk be a DAX index random hatású modellének az eredményét.

A modell teljes R-négyzet értéke 12,03% volt, ez a modell magyarázó erejét jelenti. A faktorok együtthatóit vizsgálva azt találtuk, hogy a Faktor1 (amely a cash-flow alapú mutatókat, mint CFROA, CFROE, FCF/TA, tömörítette) pozitív és statisztikai-

4. táblázat: Random hatás modell panelregresszió a DJIA vállalataira nézve

R négyzet	Csop. belüli	0,9723				sigma_u	0,1018
	Egys. közötti	0,9154				sigma_e	0,81194
	Teljes	0,9474				rho	0,61117
DIVEquity	Koefficiens	Standard hiba	T-érték	P-érték	95% Konf. szint	Intervallum	Szignifikancia
faktor1	-0,075	0,015	-4,91	0	-0,104	-0,045	***
faktor2	0,55	0,01	57,31	0	0,531	0,569	***
Konstans	0,044	0,021	45334	0,034	0,003	0,084	**
Függő változók átlaga		0,044		Függő változó szórása		0,564	
Teljes R-négyzet		0,947		Megfigyelések száma		116	
Chi-négyzet		3290,072		Prob > F		0,000	
Csop. belüli R-négyzet		0,972		Bayesian krit. (BIC)		0,915	
*** p<.01, ** p<.05, * p<.1							

Forrás: Saját számítás STATA használatával a DJIA adatai alapján.

lag szignifikáns hatással van a DIV/Equity mutatóra. A p-érték 0,015 volt, ami 5%-os szignifikanciaszint alatt van, tehát a hatás nem véletlenszerű. Ezzel szemben a Faktor2 (amely a hagyományos jövedelmezőségi mutatókat, mint ROA, ROE, képviselte) koefficiense negatív volt, azonban p-értéke (0,249) alapján ez a hatás nem tekinthető szignifikánsnak.

A DAX index esetében a random hatású modell magyarázóerjét vizsgálva a teljes R-négyzet 12,03% volt, ami azt jelzi, hogy a teljes varianciának ekkora részét magyarázzák a bevont faktorok. Az egyedek közötti R-négyzet (15,97%) valamivel magasabb volt, mint a csoporton belüli (1,93%), ami arra utal, hogy a modell jobban magyarázza az egyes vállalatok közötti különbségeket, mint az egy vállalatnál időben bekövetkező változásokat. A rho mutató (71,8%) rámutatott, hogy a teljes variancia jelentős része az egyes vállalatok közötti eltérésekből ered. A faktorok együtthatóit vizsgálva azt találtuk, hogy a Faktor1 (amely a cash-flow alapú mutatókat, CFROA, CFROE, FCF/TA, tömörítette) együtthatója 1,879 volt.

Ez a hatás pozitív és statisztikailag szignifikáns, mivel a p-érték 0,015 volt, ami 5%-os szignifikanciaszint alatt van. Ezzel szemben a Faktor2 (amely a hagyományos jövedelmezőségi mutatókat, ROA, ROE, képviselte) koefficiense -0,872 volt. Bár ez negatív kapcsolatot jelez, p-értéke (0,249) alapján ez a hatás nem tekinthető szignifikánsnak. A DAX vállalatok esetében tehát megállapítható, hogy az osztalékkifizetésre (DIV/Equity) elsősorban a Faktor1-be tartozó cash-flow alapú jövedelmezőségi mutatók vannak szignifikáns, pozitív hatással.

A 4. táblázatban a DJIA vállalatainak random hatás modell regressziója látható.

A DJIA vállalatcsoport esetében a panelregressziós elemzés során a függő változó a DIV/Equity volt, a magyarázó változók pedig a korábban azonosított két fő faktor (Faktor1 és Faktor2) voltak.

Ahogy a DAX index esetében is, itt is lefuttattunk fix hatású és random hatású modelleket is. A modellek megbízhatóságának ellenőrzésére elvégzett Hausman teszt azt mutatta, hogy a random hatás modell megbízhatóságát igazolta vissza, tekintve, hogy a szignifikancia érték 5%-nál alacsonyabb volt. Ezért a következtetések levonásához a random hatású modell eredményeit használtuk.

Ez a modell kiemelkedően erősnek bizonyult. A teljes R-négyzet értéke 94,74% volt, ami azt jelenti, hogy a modell képes az összes variancia közel 95%-át megmagyarázni. A Chi-négyzet teszt eredménye (Prob > F = 0,000) alapján a modell összességében is statisztikailag magasan szignifikáns.

Az egyes faktorok hatását vizsgálva a Faktor1 (amely a faktoranalízis alapján az eszközarányos mutatókat, ROA, CFROA és FCF/TA, képviselte) együtthatója -0,075 volt. Ez a negatív hatás statisztikailag magasan szignifikánsnak bizonyult (p<0,01). Ezzel szemben a Faktor2 (amely a tőkearányos mutatókat, ROE és CFROE, tömörítette) együtthatója 0,55 volt. Ez a pozitív hatás szintén magasan szignifikánsnak bizonyult (p<0,01).

Összességében tehát a DJIA vállalatok esetében mindkét faktor szignifikáns hatást gyakorol a DIV/Equity mutatóra, azonban ellentétes irányban: míg a tőkearányos jövedelmezőség (ROE, CFROE) növeli, addig az eszközarányos jövedelmezőség (ROA, CFROA, FCF/TA) csökkenti az osztalékkifizetés mértékét.

KÖVETKEZTETÉSEK

A DJ nagyobb potenciállal és volatilitással rendelkezik. Az adatok alapján a DJ ipari átlag vállalatai jövedelmezőbbek, hiszen magasabb átlagokkal és maximumokkal rendelkeznek. Nagyobb volatilitással bíró cégek tartoznak elsősorban ezen kategóriába, így a szórásaik és relatív szórásaik számottevően magasabbak, mint a DAX index esetében. Ezek a vállalatok sokkal szélesebb skálán mozognak az eredményességüket tekintve, nagyobb arányban vannak jelen extrém mutatóértékekkel bíró cégek a körükben.

A DAX indexkörbe tartozó vállalatokra ezzel szemben az alacsonyabb jövedelmezőség jellemző. Kisebb ingadozás figyelhető meg a német vállalatok esetében, azaz kisebb szórással és relatív szórással rendelkeznek, mint DJIA vállalatai. A kisebb kockázat a DAX esetében alacsonyabb nyereségi potenciállal párosul. Általánosan elmondható, hogy a vállalatok, amelyek a Dow Jones ipari átlagot alkotják jövedelmezőbbek, valamint lényegesen nagyobb potenciállal rendelkeznek, azonban jóval nagyobb kockázatokat és ingadozásokat vonzanak magukkal. A volatilitásnak köszönhetően nem csak nagyobb nyereségre tehetünk szert, de komoly veszteségekre is. Ezek a különbségek a két index között az eltérő piaci és gazdasági környezetre vilá-

gítanak rá, feltételezhetünk különböző vállalatvezetési stratégiákat is, melyek valószínűleg megjelennek a DAX index és DJ ipari átlag vállalatai között.

A DAX vállalatok nagyobb kockázatot, de nagyobb potenciális hozamot is kínálnak a cash flow alapú jövedelmezőség tekintetében. A magas átlagértékek arra utalnak, hogy néhány vállalat rendkívül jövedelmező, míg a nagy szórás és relatív szórás figyelmeztet a nagy ingadozásra és bizonytalanságra. A vállalatok közötti különbségek jelentősnek minősíthetők, ami egyúttal nagyobb kockázatot is hordoz. A DJ vállalatok ezzel szemben kisebb kockázattal és stabilabb teljesítménnyel rendelkeznek: bár az átlagértékek alacsonyabbak, a kisebb szórás és relatív szórás arra utal, hogy a teljesítményük kiszámíthatóbb. A medián értékek közelebb vannak az átlaghoz, ami azt mutatja, hogy a vállalatok teljesítménye kiegyensúlyozottabb, ennek megfelelően kevesebb az extrém kilengés.

A DAX index vállalatainál a jövedelmezőségi mutatók (ROS, ROA, ROE) mérsékeltek, ezzel szemben a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók esetében nagyobb kilengéseket tapasztalhatunk, így a német vállalatok esetében jelentősen eltérnek a különbségek a teljesítményekben. Ezeknek a vállalatoknak az esetében a működési cash flow nagy hatással van a jövedelmezőségre. A DJIA vállalatai esetében a jövedelmezőségi mutatók és a cash flow alapú mutatók is stabilabbak és az alacsony szórás miatt elmondható, hogy kiegyensúlyozottabbak, hasonlóan teljesítenek egymáshoz viszonyítva. A normál jövedelmezőségi mutatók esetében (különösen a ROE esetében) magasabb értékek figyelhetők meg, mint a német vállalatok esetében, azonban a CF alapú mutatók viszonylatában sokkal szerényebben teljesítettek.

Kockázat és stabilitás szempontjából a DAX vállalatok mutattak nagyobb teljesítménybeli szórást főleg a CF mutatók szerint, így a kockázatkörülőbb befektetőknek inkább az amerikai vállalati környezet kedvez. Mivel a DJ vállalatok a hagyományos jövedelmezőségi mutatókban értek el jobb eredményeket, így megállapítható, hogy ezek a vállalatok inkább a stabil tökemegtérülésre összpontosítanak, ezzel szemben a DAX vállalatok a cash flow hatékonyságra fókuszálnak.

A DJ vállalatok általánosságban nagyobb profitot termelnek egy részvényre vetítve és valószínűleg hatékonyabban működnek vagy nagyobb méretűek az EPS mutatójuk alapján. Mivel a DAX vállalatok EPS értékei nagyobb szórást mutatnak a relatív szórás alapján, így az ingadozás miatt kisebb stabilitást feltételezhetünk, ugyanis az értékek kevésbé koncentráltak a DJ vállalatok EPS értékeihez képest. Ennek ellenére viszont a DJ vállalatoknak nagy része veszteséges lehet, de az index mutatóját ellensúlyozza önmagában az, hogy kiemelkedő teljesítmények is vannak. A német vállalatok ezzel szemben kevésbé szélsőségesek, de a legjobban teljesítő vállalat értéke sem olyan jelentős, mint az amerikai vállalatok esetében.

Az eredmények alátámasztották azt, hogy az osztalékfizetés szorosan összefügg a vállalatok pénzügyi teljesítményével, jövedelmezőségével, különösképpen a nyereséggel és a cash-flow-val. A vizsgálataink alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy a két vállalatcsoport különböző jellemzői más-más hatással lehetnek az osztalékfizetésre. A DJ vállalatok általában stabilabb pénzügyi mutatókkal rendelkeznek az EPS, ROE, CFROE és más jövedelmezőségi mutatók tekintetében. A kiegyensúlyozottság, stabilitás arra enged következtetni, hogy megbízhatóbb, folyamatosabb osztalékfizetést tudnak biztosí-

tani az amerikai vállalatok. A DJ vállalatok EPS átlaga, mediánja és felső kvartilisei magasabbak, mint a DAX vállalatoké, ami arra utal, hogy a DJ cégek valószínűsíthetően nagyobb mértékű és rendszeres osztalékokat fizetnek ki a részvényeik után.

A DAX vállalatok magasabb volatilitásából arra lehet következtetni, hogy az osztalékkifizetések változókényabbak lehetnek, vagy akár arra is következtethetünk, hogy egyes vállalatok jelentősen csökkentett mértékben fizethetnek osztalékot, vagy meg is szüntethetik azt, míg társaik nagyobb mértékű osztalékot fizethetnek. Különösen nagy kockázatokat feltételezhetünk a DAX index CF alapú mutatói esetében, viszont a magas jövedelmezőség miatt a magasabb osztalékfizetési potenciált feltételezhetjük.

Összességében az összefüggésvizsgálat során arra a megállapításra jutottunk, hogy a bár a DAX index vállalatainak osztalékkifizetésére is hatással vannak a cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók, nem olyan nagy hatással, mint a DJIA esetében. A DJIA vállalatoknál több mutató (ROA, CFROA, FCF/TA) szignifikáns hatást gyakorol az osztalékkifizetésre. Damodaran (2007) gondolatai az osztalékmodellről alátámasztják, hogy az erős cash flow alapú jövedelmezőségi mutatókkal rendelkező vállalatoknál tartós osztalékkifizetés figyelhető meg.

A vizsgálatokból arra is következtethetünk, hogy az amerikai vállalatok nagyobb mértékben fizetik ki osztalékként az eredményüket, a német vállalatokkal szemben, így jelentőséggel bír az is, hogy a két vállalatcsoport két gazdasági környezetben működik.

Az első hipotézisem miszerint legalább egy jövedelmezőségi mutató hatással van az osztalékkifizetésre csak a DJ vállalatokra vonatkoztatva kerülhet elfogadásra, mivel a panelregresszió elemzése során a szignifikáns hatást gyakorló faktorhoz erőteljesen hozzájárult az ROA, ROE mutatónak a változása. A második hipotézisem miszerint legalább egy cash flow alapú jövedelmezőségi mutató hatással van az osztalékkifizetésre, immár mindkét vállalatcsoportra vonatkozóan elfogadásra kerülhet, mivel a modellekben a szignifikáns faktorokkal erősen korrelált mindkét esetben a CFROA, FCF/TA és CFROE indikátoroknak az értékei.

A DAX vállalatok esetében a jövedelmezőségi mutatók és az osztalékkifizetések közötti kapcsolat kevésbé szoros. Az ilyen cégeknek rugalmasabb osztalékkifizetési politikát érdemes folytatniuk, alkalmazkodva a gazdasági környezet változásaihoz. A DAX vállalatok számára javasolt a cash flow mutatók stabilizálása, és a cash flow generálási képesség optimalizálása a hosszú távú fenntarthatóság érdekében.

Mivel a DJ vállalatok osztalékkifizetése szorosabb összefüggést mutat a jövedelmezőségi mutatókkal, ezen cégeknek javasolt következetesen fenntartani az osztalék alapú ösztönzőket. Ez növeli a befektetői elégedettséget és elkötelezettséget. A DJ vállalatok esetében a jövedelmezőségi mutatók további javítása, illetve az árbevétel-arányos jövedelmezőség növelése elősegítheti a befektetői vonzerő fokozását.

Az eltérő gazdasági környezetek figyelembevételével a DJ és DAX vállalatoknak különböző, regionálisan adaptált stratégiákat célszerű kidolgozniuk, amelyek jobban illeszkednek a befektetői preferenciákhoz és a makrogazdasági sajátosságokhoz. A befektetői döntéshozatalnál fokozottabban célszerű figyelembe venni az eredmény és cash flow alapú jövedelmezőségi mutatók időbeli tendenciájának alakulását a DJIA vállalatai esetében, míg az európai tőzsdei vállalatok esetében inkább az

utóbbinak van jelentősebb szerepe. Ezek a javaslatok hozzájárulhatnak mindkét vállalati csoport osztalékkifizetési és pénzügyi stratégiáinak finomításához, javítva ezzel a befektetők elégedettségét és a vállalatok pénzügyi stabilitását.

IRODALOM FELDOLGOZÁS

- BODA, BOGLÁRKA – FENYVES, VERONIKA – SZENDÉRÁK, JÁNOS (2025): Társadalmi felelősségvállalás és a vállalati döntéshozatal alapjai. *POLGÁRI SZEMLE* 21.
- DAMODARAN, ASWATH (2007): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. *FOUNDATIONS AND TRENDS IN FINANCE* 1: (8) pp. 693-784. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000013>
- GELMAN, ANDREW – HILL, JENNIFER – VEHTARI, AKI (2020): Regression and Other Stories. Cambridge University Press, Cambridge. <https://doi.org/10.1017/9781139161879>
- GORDON, MYRON J. (1963): Optimal Investment and Financing Policy. *THE JOURNAL OF FINANCE* 18 : (2) pp. 264–272. <https://doi.org/10.2307/2977907>
- JENSEN, MICHAEL C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *THE AMERICAN*

ECONOMIC REVIEW 76 : (2) pp. 323–329. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.99580>

- LINTNER, JOHN (1956): Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *THE AMERICAN ECONOMIC REVIEW* 46 : (2) pp. 97–113. <http://www.jstor.org/stable/1910664>
- MOLNÁR, TAMÁS (2015): Empirikus területi kutatások. Akadémiai Kiadó, Budapest. https://mersz.hu/dokumentum/dj217etkem__1/
- ORMOS, MIHÁLY (2018): Számvitel. Akadémiai Kiadó, Budapest. https://mersz.hu/dokumentum/m385szvit__1/
- TAMIMI, ODAY – ORBÁN, ILDIKÓ (2020): Hyperinflation and Its Impact on the Financial Results. *INTELLECTUAL ECONOMICS* 14 : (2) pp. 5-16.
- SZEKERES, ALEXANDRA, & DÉKÁN TAMÁSNÉ ORBÁN, ILDIKÓ. (2018): Egy vállalat fizetőképességének vizsgálata nemzetközi számviteli viszonylatban. *International Journal of Engineering and Management Sciences / Műszaki és Menedzsment Tudományi Közlemények*, 3(4), 332–342. <https://doi.org/10.21791/IJEMS.2018.4.28>
- WALSH, CIARAN (2009): Key Management Ratios. Pearson Education, Harlow.