

Túróczi Imre

## A pénzügyi - és vezetői számviteli módszerek alkalmazhatósága a vállalatértékelés gyakorlatában

*Túróczi, Imre: Applicability of Financial and Management Accounting Methods in the Practice of Corporate Assessment*

*Corporate assessment features as an independent professional field which in its operation employs and integrates accounting, finance and marketing knowledge. The globalisation of the economy justifies the adoption of applied methods, too. Having studied the methodology presented in international trade literature we can conclude that the work extends to several areas and its depends on several external factors. Whether its is possible to define the value of a corporation accurately remains an eternal question. Naturally, the answer is no; we can only give an estimate and aim to get as close to accuracy as possible.*

*On the role of accountancy we can declare that Hungarian accounting methods are adequate to obtain the necessary figures; the data available in the system need only a minimum level of additional calculation.*

**Keywords:** *corporate assessment methods; profit based multipliers; book value based multipliers; discounted cash flow; added value type multipliers; assessment of real options*

### ÖSSZEFOGLALÓ

A vállalatértékelés önálló szakterületként jelenik meg, amely munkája során felhasználja, ötvözi a számviteli, pénzügyi és marketing ismereteiket. A gazdaság nemzetközivé válása az alkalmazott módszerek átvételét is indokoltá teszi. A nemzetközi szakirodalom módszereinek áttekintés után megállapítható, hogy a munka több területet érint és annak pontossága több külső tényezőtől is függ. Örök kérdés, meg lehet-e pontosan határozni egy cég értékét? A válasz természetesen nem, mindig becslésről beszélhetünk és törekednünk kell annak pontosságára.

A számvitel szerepéről megállapíthatjuk, hogy a mai magyar számvitel alkalmas a szükséges adatok biztosítására, a rendszerben található adatok minimális utólagos számítást igényelhetnek.

Kulcsszavak: vállalatértékelési módszerek, eredményalapú szorzók, könyvszerinti értékalapú szorzók, diszkontált cash flow, hozzáadott érték típusú szorzók, reálopciók értékelése

### BEVEZETÉS, AVAGY

#### KINEK A FELADATA A VAGYONÉRTÉKELÉS?

A vállalatértékelés igény a magyar gazdaságban is egyre inkább megjelenik és kialakul, elterjed annak gyakorlata. Az eljárásnak, több módszertanát ismerjük, melyet Takács András „Vállalatértékelés a magyar számviteli környezetben” című könyve részletez. Az eljárások ismertetése, egyik módszer mélyebb elemzését követően le kell szögeznünk, hogy teljesen pontos meghatározás nincs, csak a becslés pontosságára törekedhetünk. A cég értéke nem a tulajdonát képező eszközök összértéke, hanem ettől jelentősen eltérhet. Véleményem szerint az érték leginkább a következő időszak jövedelemtermelő képességétől függ, amire több tényező jelentős mértékben hat. Gondoljunk a piaci tényezők módosulására, kereslet változása, újabb termelő belépése, helyettesítő termék megjelenése, esetleges állami preferenciák változása – egészségügyi teremékek esetén -, a diszkonttényező számítása során alkalmazott kamatláb

változása stb. Joggal felmerülhet az a kérdés is, hogy ez számviteli, vagy kontrolleri, esetleg más szakterület feladata? A választ ebben az esetben is nehéz meghatározni, de egyet szeretnék leszögezni. A számvitel mindkét területe érintett és a számvitel által előállított, kezelt rendszerezett információ tömeg mindenképpen alapját szolgálja az érték meghatározásának.

Amint láthatjuk eléggé „veszélyes vizeken evez”, aki cég-értékeléssel foglalkozik, nézzük meg - a teljesség igénye nélkül - melyek az alapvető módszerek és ebből az egyiket kicsit részletesebben tekintünk át.

### 1. ALAPVETŐ VÁLLALTÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK

A szakirodalom több eljárást ismer és azokat a Takács András könyvében részletezi, ismerteti. Jelen írásomban ezek felsorolását és módszer részletesebb kifejtését végzem el.

A legismertebb módszerek az alábbiak:

- Statikus pénzügyi mutatók számítása:  
A statikus mutatók meghatározása inkább egy szempontot biztosíthat a részletesen, több szempontból számított érték megítélésében. A módszer természetesen támaszkodik a számviteli nyilvántartásokra, beszámolókra.
- Vagyonérték koncepciók:  
Alapvetően a cég meglévő eszközei értékének meghatározását tűzi ki célul könyv szerinti érték, korrigált könyvszerinti érték, eladhatósági érték, illetve utánpótlási érték figyelembe vételével. A módszer szintén hasznosítja a számviteli adatokat.
- Osztalék - illetve piaci érték alapú eljárások:  
A módszerek egyrészt a várhatóosztalék összegén alapulnak, azok diszkontált értékéhez kötődnek, másrészt összehasonlító

mutatók rendszerén alapulhatnak. Az összehasonlító mutatók rendszere érdekes, több szempontból vizsgálható, egy önálló tanulmányt megérdemel. Írásomban – területi korlát miatt – erről csak egy táblázatos összefoglalót jelenítek meg, részletes magyarázat nélkül.

1. táblázat: Az összehasonlító mutatók rendszere Damoraman csoportosításában

Eredmény alapú szorzók	Könyvszerinti érték alapú szorzók	Árbevétel alapú szorzók
Árfolyam/ eredmény Price/Earnings, P/E	Árfolyam/saját tőke könyv szerinti érték (Price Book Value of Equity)	Árfolyam/ Árbevétel
Érték/EBIT Value/EBIT	Árfolyam/Eszközök könyv. sz. ért. Value/Book Value of Assets	
Érték/EBITDA Value/EBITDA	Érték/ Újra beszerzési költség Value/Replacement Cost	Érték/Árbevétel
Érték/Cash flow Value/cash flow		

Forrás: Damodaran, A.: „Corporate Finance: Theory and Practice” Wiley& Sons, 2001.

Az egyes módszerek részletezésétől eltekintve megállapíthatjuk, hogy alapvetően a jövővel kitermelő képesség, részvények jelenlegi árfolyama alapján kerül meghatározásra a vállalkozás értéke.

- A diszkontált cash flow (DCF) alapú értékelés módszerei:

A módszer csoport vonatkozásában esetében a cash flow jelentéséből, annak tartalmából kell kiindulnunk. A kimutatás a működő vállalkozás, a tulajdonosok számára megtérülést biztosító pénztermelő képességét határozza meg annak okonkénti bontásában. A szakirodalomban igen elterjedt módszerként említik ezt a rendszert, ezért ennek részletezésével külön fejezetben foglalkozom.

- Hozzáadott érték típusú eljárások:  
Az eljárás új megközelítésnek tekinthető a

szakirodalom szerint, az értékteremtő képességen alapuló érték meghatározást helyezi előtérbe. Alapvető célja annak meghatározása, hogy a vállalkozás az adott évben termelt-e hozzáadott értéket, vagy sem, ha igen, akkor milyen mértékben. Felmerülhet a kérdés, hogy miért van erre szükség? Tudjuk, hogy a számviteli adatok a gazdasági események ügyes irányításával kis mértékben rövidtávon befolyásolhatóak úgy, hogy azok igazságtartalma az adott év vonatkozásában nem kérdőjelezhetőek meg. Ezt az alkalmanként tulajdonosok által is elvárt „manipulációt” igyeksenek kiküszöbölni ezen eljárások. Ezek részletezésére cikkemben nem térek ki.

- A reálopciók értékelése:

A módszer alapvetően a pénz – és tőkepiaci lehetőségekből indul ki figyelembe véve a hozamokat, a kockázatmentes kamatlábat, mint alternatív hozamtényezőt és a piaci lehetőségekre koncentrálnak.

A röviden ismertetett csoportosítás minden elemére vonatkozóan megállapíthatjuk, hogy jelentősen támaszkodnak a számvitelre és annak pontos, megbízható nyilvántartásaira, beszámolóira.

## 2. A CASH FLOW ALAPÚ ÉRTÉKELÉSI ELJÁRÁSOK ELMÉLETE ÉS GYAKORLATA

A részletesebb kifejtés megelőzően a cash flow alapú vállalatértékelés rendszerét érdemes áttekintnünk, amit az 1. számú ábra részletez.

A vázlat némi magyarázatot érdemel, nézzük végig és értelmezzük, hogy milyen úton, milyen adatok felhasználásával jutunk el a vállalat értékéig, a saját tőke összegéig.

Megfigyelhető, hogy a vállalatértékelés minden esetben az EBIT-ből indul ki, ami nem más, mint a magyar számvitel szerinti számviteli eredmény. A mozaikszó magyarra fordítva az „earnings before interest and taxes” - rövidítése. Jelentése magyarul: kamat és nyereség-

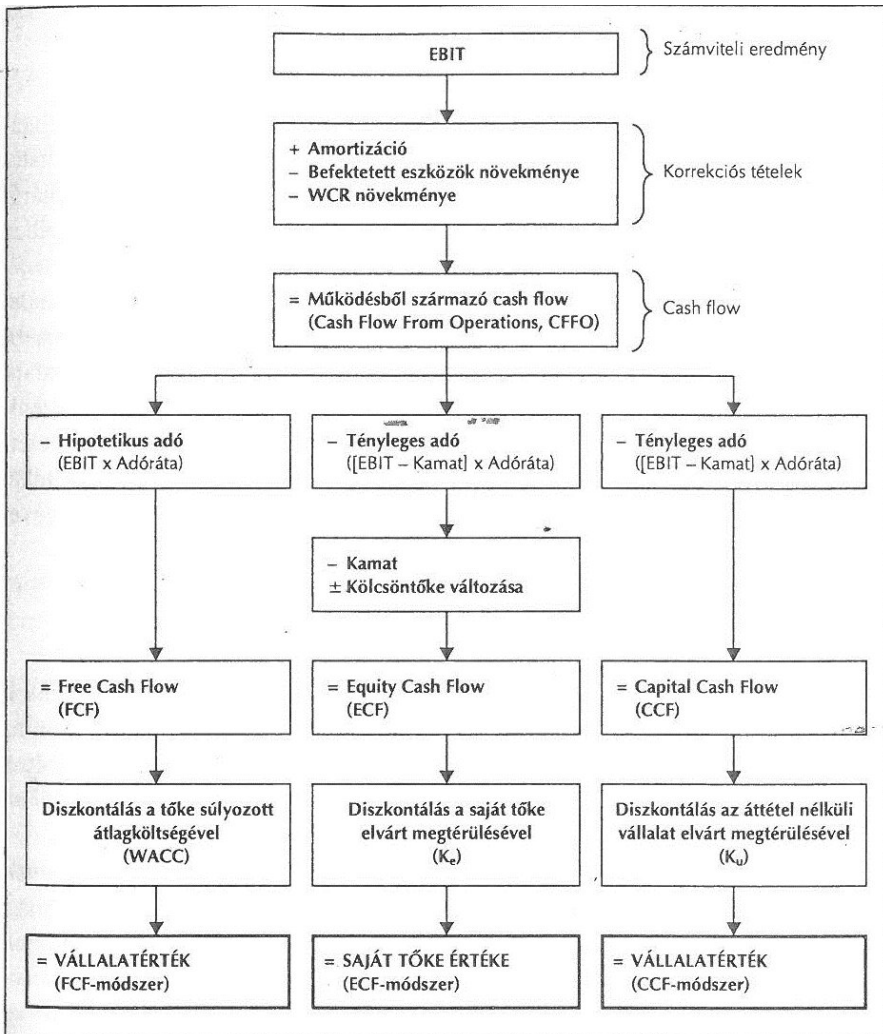
adó-ráfordítások levonása előtti eredmény. A magyar számviteli törvény szerinti kategóriákat használva, az üzemi eredmény és a rendkívüli eredmény összegét jelenti.

A működési cash flow, a működésből származó pénzáram megállapításáig három korrekció következik. Az amortizációval növelnünk kell az EBIT-et, hiszen az olyan eredményt csökkentő tétel, ami nem jár pénzmozgással. A befektetett eszközök növekménye ellentétes hatást gyakorol, olyan pénz kiáramlás, ami nem gyakorol hatást az eredményre. A harmadik módosító tétel kicsit bővebb magyarázatot igényel. WCR nem más, mint a forgótőke igény. Ennek a tételnek a változása több tényező hatására alakul ki. A Forgótőke számítása:  $WCR = \text{Készletek} + \text{Követelések} + \text{Értékpapírok} - \text{Kamatteher nélküli kötelezettségek}$ . A számításaink során ennek az adatnak a változásával kalkulálunk.

A működési cash flow megállapítása után a számítás három „irányba” tud folytatódni, ezek a következők lehetnek:

- a. A FCF – Free Cash Flow – megállapításához a egy hipotetikus adót számítunk ki, a cég által valóságban kitermelt eredményt szorozzuk az adókulccsal. Ez a cég tényleges teljesítménye, hiszen a kamat nem más, mint a működő tőke által kitermelt nyereség, amit a hitelbe kapott pénz használata fejében átadunk a hitelintézetnek. A FCF diszkontálása után megkaphatjuk a vállalat értékét. A jelenérték számítás során a tőke súlyozott átlagköltségével számolunk.
- b. Az ECF – equity cash flow - megállapítása során tekintettel kell lennünk az idegen tőke hatásaira. (Equity saját tőkét jelent.) A számítás során a működési cash flow –t korrigáljuk a tényleges megfizetendő adóval a fizetett kamattal és a kölcsöntőke változásaival. Az eredményként kapott Equity cash flow diszkontálása révén kapjuk meg a vállalkozás saját tőkéjének értékét. A jelenérték meghatározása során a saját tőke elvárt megtérülési

1. ábra: A cash flow alapú vállaltértékelési eljárások rendszere



Forrás: Long-Nolen: „Discounted Cash Flow Valuation Methods Graphical Summary”, 2001

mutatóját használjuk. Nyilvánvalóan megjelenik a különbség a vállaltérték és a saját tőke értéke között.

- c. A CCF – capital cash flow - számítása során a működési cash flow-t a ténylegesen fizetett adóval csökkentjük, így megkapjuk a capital

cash flow-t, melyet diszkontálunk az áttétel nélküli elvárt megtérülés figyelembe vételével és megkapjuk a vállalat értékét.

Mindhárom módszer esetében eljutunk egy használható értékig, amely egy akvizíció során a tárgyalás alapját tudja képezni.

Továbbra is hangsúlyozni kívánom, hogy ez nem pontos érték, hanem becslés. A vállalat jövőbeli teljesítményét jelentősen befolyásolja a piaci helyzet alakulása. Természetesen a vállalati teljesítmény mellett jelentős tényezőként jelennek meg az állami beavatkozások. Érdemes megemlíteni az adókulcsot az ágazati különadókat, az esetleges egyéb állami elvonásokat, amelynek változása szintén nagy mértékben hat a végleges értékre.

A mai magyar közgazdászoknak – pénzügyeseknek, kontrollereknek vagy számviteleseknek – ebben a környezetben kell a számításokat elvégezni, melyet piaci viszonyok

változatossága mellett a jogi környezet is elbizonytalanít.

#### KÖVETKEZTETÉSEK

A magyar vállalati gyakorlatban cégértékelési eljárásoknak nincs évszázados hagyománya és az elmúlt évtizedek gazdasági változásainak tapasztalatai is nehezen adnak eligazítást az optimális módszer kiválasztásában. A szakterület módszertani fejlesztésének jelen időszakában a lehetőségek felvázolása és modellezések útján azok alkalmazhatóságának vizsgálata áll a munka középpontjában.

#### Felhasznált irodalom

- [1.] Dr Takács András: Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben
- [2.] Perfekt Kiadó 2009. Budapest
- [3.] 2000. évi C. törvény a számvitelről

Melléklet: A magyar számviteli törvény szerinti cash flow

#### Cash flow kimutatás

Cash flow-kimutatás (a számviteli törvény előírása szerint)

1. + Adózás előtti eredmény  
(+, ha nyereség; –, ha veszteség)
2. + Amortizáció
3. + Elszámolt értékvesztés és visszairás
4. + Céltartalék képzés és -felhasználás különbözete  
(+, ha eredményt csökkentő különbözet; –, ha eredményt növelő különbözet)
5. + Befektetett eszközök értékesítésének eredménye  
(+, ha eredményt csökkentő különbözet; –, ha eredményt növelő különbözet)
6. + Szállítói kötelezettség változása  
(+, ha az állomány nő; –, ha az állomány csökken)
7. + Egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása  
(+, ha az állomány nő; –, ha az állomány csökken)
8. + Passzív időbeli elhatárolások változása  
(+, ha az állomány nő; –, ha az állomány csökken)
9. + Vevőkövetelés változása  
(+, ha az állomány csökken; –, ha az állomány nő)
10. + Forgóeszközök (vevőkövetelés és pénzeszköz nélkül) változása  
(+, ha az állomány csökken; –, ha az állomány nő)

11. + Aktív időbeli elhatárolások változása  
(+, ha az állomány csökken; -, ha az állomány nő)
12. – Fizetett, fizetendő adó (nyereség után)
13. – Fizetendő osztalék, részesedés
- I. Működési cash flow (1–13. sorok összege)
14. – Befektetett eszközök beszerzése
15. + Befektetett eszközök eladása
16. + Kapott osztalék, részesedés
- II. Befektetési cash flow (14–16. sorok összege)
17. + Részvénykibocsátás, tőkebevonás bevétele
18. + Kötvény, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátásának bevétele
19. + Hitel és kölcsön felvétele
20. + Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek törlesztése, beváltása
21. + Véglegesen kapott pénzeszköz
22. – Részvénybevonás, tőke kivonás, - leszállítás
23. – Kötvény és hitelviszonyt megtestesítő értékpapír visszafizetése
24. – Hitel és kölcsön törlesztése, visszafizetése
25. – Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek
26. – Véglegesen átadott pénzeszköz
27. + Alapítókkal szembeni, illetve egyéb hosszú lejáratú kötelezettség változása
- III. Finanszírozási cash flow (pénzügyi műveletekből származó pénzeszköz változása)  
(17–27. sorok összege)
- IV. Pénzeszközök változása (egyenleg) (I + II + III. sorok összege)