

Kis- és középvállalatok értékelésének módszertani kihívásai

Várkonyi Patrik

Pécsi Tudományegyetem

A TANULMÁNY CÉLJA

A tanulmány célja átfogó képet adni arról, hogy a jelenleg alkalmazott és elfogadott vállalatértékelési módszerek mennyire adekvátak a kis- és középvállalkozások értékelésének tekintetében. A problémát az a jelenség adja, hogy e módszerek legnagyobb részben kizárólag tőzsdei nagyvállalatokra vannak optimalizálva, így nehezen és erőltetetten végezhetőek el az értékelések egy kisvállalat vagy egy középvállalkozás esetén.

ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN

A kérdéskör vizsgálatának elsődleges módszere a vonatkozó elméleti szakirodalom és az aktuális nemzetközi értékelés gyakorlatot meghatározó szakmai standardok kutatása. A szerző előbb részletes áttekintést nyújt a nemzetközi és hazai irodalomban, illetve gyakorlatban elterjedt, de jellemzően nagyvállalati környezetre kalibrált értékelési megközelítésekről, konkrét módszerekről, ezt követően pedig ismerteti azon kihívásokat, melyek e bevált módszerek alkalmazását kis- és középvállalatok esetén nehezítik, vagy akár teljes mértékben ellehetetlenítik. Az említett kihívások kapcsán a szerző megfogalmazza saját javaslatait, illetve kijelöli a témában folytatni kívánt további kutatási irányokat.

LEGFONTOSABB EREDMÉNYEK

Mind a szakirodalom, mind a gyakorlati standardok oldaláról alátámasztható az a tény, hogy a vállalati érték meghatározására irányuló igény a vállalat méretétől függetlenül jelen van, hiszen a jellegzetes értékelési szituációk (pl. adásvétel, hitelfelvétel) a kisebb méretű vállalkozásoknál is rendszeresen felmerülnek. Az alapvető értékelési megközelítések tehát érvényesek a kisebb méretű vállalatokra is, ugyanakkor a konkrét értékelési modellek alkalmazás során szükséges azok adaptálása a kisvállalati viszonyokra.

GYAKORLATI JAVASLATOK

A kisvállalatoknál megjelenő, az értékelés elvégzését nehezítő kihívások miatt mindhárom alapvető értékelési megközelítés (vagyonalapú, piaci alapú, hozamalapú) esetében korrekciókat szükséges elvégezni annak érdekében, hogy a nagyvállalatokhoz képest jóval gyengébb információs bázis ellenére a kisebb vállalkozások értékét is megbízhatóan meg lehessen becsülni. Jelen tanulmány a problémák felvetésére, valamint egy megoldási lehetőségként kínáló saját koncepció felvázolására koncentrálna, melynek gyakorlati tesztelése későbbi kutatás tárgyát képezi.

Kulcsszavak: vállalatértékelés, vagyonérték, hozamérték, piaci alapú értékelés, kis- és középvállalatok

DOI: <https://doi.org/10.15170/MM.2019.53.04.06>

ÁTTEKINTÉS – A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS MÓDSZERTANA

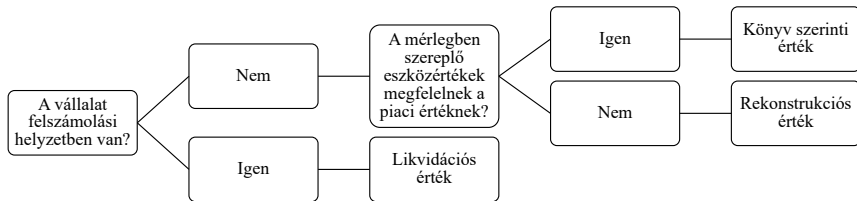
A globalizáció miatt egyre inkább erősödik az igény a gazdasági egységesítésre, ami egyaránt megfigyelhető a vállalati teljesítménymérés tekintetében (Bayaraa 2019) és a vállalatértékelés módszertana terén is. Egyfelől elmondható, hogy az utóbbi több évtized nemzetközi és hazai szakirodalma (lásd pl. Damodaran 2012, Fernandez 2002, Koller *et al.* 2010, Brealey *et al.* 2018, Ulbert 1997, Tarnóczy és tsai. 2017, Fenyves *et al.* 2018, Takács 2015a) a különböző értékelési eljárások igen széles skáláját mutatja be, az egyes szerzők azonban a különböző módszerekhez más-más csoportosítást, és nem mindig azonos alkalmazási módot kapcsolnak. Másfelől viszont a nemzetközi gyakorlatot meghatározó standardok terén sokkal erősebben jelenik meg a módszerek egységesítésének igénye. A vállalatértékelés legfontosabb nemzetközi szereplői által támogatott IVSC (International Valuation Standards Council), azaz a „Nemzetközi Értékelési Standardok Tanácsa” 2017-ben adta ki a Nemzetközi Értékelési Standardok (International Valuation Standards) legfrissebb verzióját (IVS

2017), ami egy globálisan elfogadott és alkalmazott módszertani irányzatot ad a vállalatértékelési munka tekintetében. E tanulmányban kizárólag az IVS 2017 által elfogadott és javasolt módszertanokat fogom vizsgálni (ezek a vagyonalapú értékelés, a piaci alapú értékelés és a hozamalapú értékelés), a szakirodalomban megjelenő, de ezektől eltérő további módszerekkel (pl. hozzáadott érték alapú mutatók (Takács 2014), reálopciók megközelítés (Csapi 2019)) a továbbiakban nem foglalkozom.

Vagyonalapú értékelés

A vagyonérték számítási alapját a vállalat adott időpontjában rendelkezésre álló vagyon (eszközök és források) adja. A vállalat értékét az összes eszköz és összes kötelezettség különbségével, azaz a saját tőkével (nettó eszközértékkel) tekintjük azonosnak a vagyonérték koncepciója szerint (Ulbert 1997). A különböző vagyonérték eljárások abban térnek el egymástól, hogy az egyes vagyonelemeket milyen értéken veszik számításba. A megfelelő vagyonérték kiválasztása a legegyszerűbben egy döntési fa felállításával lehetséges (1. ábra).

1. ábra: A vagyonérték módszer alkalmazásának döntési fája



Forrás: saját szerkesztés

A döntési fa alapján látható, hogy a megfelelő módszertan kiválasztása elsősorban azon múlik, hogy a vállalat felszámolási helyzetben van-e. Amennyiben a vállalat felszámolási helyzetben van, úgy egyértelműen a likvidációs érték lesz a vállalatérték (Damodaran 2012). Ha a vállalat nincsen felszámolási helyzetben, tehát a vállalkozás folytatásának elve fennáll, akkor a következő kérdés, hogy a mérlegben szereplő eszközértékek megfelelnek-e a piaci értékeknek. Amennyiben a tételek megfelelnek a piaci értékeknek, úgy a könyv szerinti értéket kell alkalmazni, ha nem felelnek meg a piaci értékeknek, akkor a rekonstrukciós érték lesz a vállalati érték.

A könyv szerinti érték kiszámításának alapját a beszámoló adja, ezért minden szükséges információ könnyedén rendelkezésre áll. A mérlegben szereplő eszközök értéke már tartalmazza az amortizációt (nettó értékek) és egyéb értékelési műveleteket, így az eszközök értékének a kötelezettségekkel történő csökkentése megadja a vállalat értékét.

Eszközök könyv szerinti értéke

- *Kötelezettségek könyv szerinti értéke*

= *Saját tőke könyv szerinti értéke*

A gyakorlatban elvégzett (nem likvidációs érték alapú) vagyoneértékelésnél a legtöbb esetben a könyv szerinti érték és a rekonstrukciós érték kombinációját, a korrigált könyv szerinti érték modellt alkalmazzuk. A könyv szerinti érték velejárója lehet, hogy a könyv szerinti érték és a piaci érték nem egyezik meg. A korrigált könyv szerinti értéket a problémát hivatott kiküszöbölni. Az eszközök és kötelezettségeket az értékelés napjára vonatkozó piaci értékre értékeljük, így jóval pontosabb végeredményt kapunk. A gyakorlat azt mutatja, hogy a kötelezettségek könyv szerinti értéke általában nem tér el a piaci értéktől, de az eszközök esetében viszont számottevő eltérések lehetségesek.

Eszközök piaci értéke

- *Kötelezettségek könyv szerinti értéke*

= *Korrigált könyv szerinti érték*

Az óvatosság elve miatt a korrigált könyv szerinti érték a legtöbb esetben nagyobb értéket mutat a tiszta könyv szerinti értéknél. Ennek oka az, hogy a vállalatoknak az óvatosság elve és a számviteli szabályozás miatt a piaccal összhangban azonnal el kell végezniük a leértékelést, azonban a felértékelést csak ritka esetben teszik lehetővé a számviteli előírások. A könyv szerinti érték alapú eljárások esetében a saját tőke könyv szerinti értéke (nettó eszközérték) vagy a korrigált könyv szerinti érték adja a vállalat értékét, tehát e megközelítés szerint minden vállalat annyit ér, amekkora a saját tőke értéke, vagy a korrigált könyv szerinti érték. Ez a pénzösszeg, melyet a tulajdonosok a jelenben azonnal, az eszközök könyv szerinti értéken történő értékesítése és a fennálló kötelezettségek rendezése után ki tudnának venni a vállalkozásból. Emiatt a saját tőke könyv szerinti értékét a 100%-os vállalati üzletrész minimálisan elfogadható értékének tekinthetjük.

A rekonstrukciós érték modell szerint a vállalat értéke megegyezik annak a befektetésnek az értékével, amellyel egy ugyanilyen adottságokkal rendelkező vállalatot létre lehetne hozni. A rekonstrukciós költség az újrabeszerzés költsége, amellyel az értékelt vállalat reprodukálása lehetséges. Az értéket tehát az adott eszközök újrabeszerzési vagy újraelőállítási költsége adja. Amennyiben rendelkezünk a piacról elegendő árinformációval

adott eszközök esetében, úgy egyszerűen számolhatunk az újrabeszerzés költségével. Amennyiben a piacon nem jelennek meg azonos, vagy hasonló termékek, úgy az újraelőállítás költsége lesz a mérvadó. A halmozott amortizációval mindkét esetben korrigálnunk kell. Az átértékelést jellemzően csak a kézenfekvő esetekben (pl. ingatlanok, gépek, egyéb tárgyi eszközök) hajtjuk végre, míg a többi eszköz esetén elfogadhatjuk a könyv szerinti értéket rekonstrukciós értéként.

Abban az esetben, amikor a vállalat felszámolási helyzetben van, egyértelműen a likvidációs érték módszert kell alkalmazni. Felszámolás esetén a vállalkozás vagyontárgyainak értékesítésével egyenlíti ki kötelezettségeit. A vállalat likvidációs értéke, tehát a vagyontárgyak eladásából várható pénzbevétel kötelezettségekkel és a likvidálás költségeivel csökkentett értéke. Ulbert (1997) szerint, a likvidációs érték „az az alsó határ, amely alatt az objektum bizonyosan nem cserélhet gazdát”.

Eszközök nettó értékesítési bevétele

- *Kötelezettségek*

- *Likvidációs költségek*

= *Likvidációs érték*

Az IVS (2017) 105. standardjének 60.2. pontja alapján a vagyoneérték alapú megközelítés a következő három esetben a javasolt:

- Amennyiben a tranzakció résztvevői képesek a vagyonelemet ugyanolyan módon hasznosítani mindenféle jogi és szabályozásbéli korlátozások nélkül, illetve a vevő képes azonnal megkezdeni az új vagyonelem hasznosítását.
- Ha a vagyonelem nem direkt hozamgeneráló és a vagyonelem egyedi természete alapján nem alkalmas a hozamérték vagy a piaci érték módszertan alkalmazására.
- Ha az értékelés alapja az újrabeszerzési költség.

Piaci alapú értékelés

A piaci alapú értékelés szempontjából a legfontosabbak az úgynevezett összehasonlító mutatók. Ezen mutatók közül a legszélesebb körben alkalmazottak a P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/CF, P/BV, P/S mutatók. Az összehasonlító mutatókat három csoportra oszthatjuk, eredmény-alapú szorzókra, könyvszerinti-érték alapú szorzókra és árbevétel-alapú szorzókra. Az összehasonlító mutatók alatt mindig valamiféle szorzószámot értünk.

A szorzószámok segítségével az értékelt vállalatok értékeit más hasonló vállalatok értékeivel hasonlíthatjuk össze és így relatív értékelést végezhetünk (Damodaran 2012)

Az eredményalapú szorzók legismertebb tagja a *P/E mutató*. A *P/E* mutató kiszámítása egyszerű, és könnyedén hozzáférhető vállalati információkra támaszkodik. A *P/E* mutató a részvényárfolyam és az egy részvényre jutó adózott eredmény (Earnings Per Share, EPS) hányadosaként írható fel (Katits 2002).

Az eredményalapú szorzók további fontos tagjai az *EV/EBIT* (vállalatérték/adó- és kamatfizetés előtti eredmény), az *EV/EBITDA* (vállalatérték/adó, kamat és amortizáció előtti eredmény), valamint az *EV/CF* (vállalatérték/cash flow) szorzók. Az eredményalapú szorzókat csak abban az esetben lehet alkalmazni, ha a vállalat eredménye pozitív számot mutat. Negatív eredmény esetén az eredmény-alapú szorzó helyett a könyv szerinti érték-alapú szorzókat érdemes használni.

A legismertebb könyv szerinti érték-alapú mutató a *P/BV* mutató, ami a részvényárfolyam és a saját tőke könyv szerinti értékének hányadosaként írható fel. A mutató megvilágítja, hogy az adott vállalat alul vagy túlértékelt azzal, hogy megmutatja a vállalati vagyonagyságához viszonyított piaci értéket. A vállalat értéke a vállalat könyv szerinti értéke (BV) és a *P/BV* szorzatával lesz egyenlő, egy megbízható és precízen meghatározott *P/BV* mutató esetén.

Külön érdemes foglalkozni azokkal a vállalatokkal is, amelyek permanens pénzügyi problémákkal küzdenek. Az olyan vállalatoknál, amelyekben likviditási problémák vannak, nem célravezető sem az eredmény-alapú, sem a könyv szerinti érték-alapú szorzók használata. Ilyen esetekben az árbevétel-alapú szorzók alkalmazása ajánlott. A legelterjedtebb árbevétel-alapú szorzó a *P/S* (Price/Sales) mutató. A vállalat becsült értéke az értékesítés árbevétele (S) és a *P/S* mutató szorzatával lesz egyenlő, egy megbízható és precízen meghatározott *P/S* mutató esetén.

Az IVS (2017) 105. standard 20.2. pontja alapján a piaci alapú megközelítés alkalmazása a következő három esetben javasolt:

- Nemrégiben adtak el hasonló vagyonelemet, olyan tranzakcióban, amelyben az ellenérték megfelelő alapokra volt fektetve.
- A vizsgált vagyonelemmel megegyező, vagy azzal szinte teljes mértékben hasonló vagyonelemek nyilvános értékesítés alatt állnak.
- Gyakori, vagy friss tranzakciók érhetőek el

a vizsgált vagyonelemmel azonos, vagy azzal szinte teljes mértékben hasonló vagyonelemek tekintetében.

Hozamalapú értékelés

A hozamérték alapú, azaz a diszkontált cash flow alapú megközelítés alapja a jelenértékben van. Amellett, hogy e módszer a vállalatértékelés leginkább preferált eljárása, megemlítendő, hogy nemcsak vállalatok, hanem egyedi eszközök, vagy akár márkák értékelésére is alkalmas (lásd Takács 2011, 2015b). A módszer legnagyobb előnye az előzőekben vizsgált értékelési eljárásokkal szemben, hogy figyelembe veszi a pénz időértékét (Koller *et al.* 2010). Egy eszköz értéke a DCF módszer szerint megegyezik a jövőbeli várható pénzáramok jelenértékével, tehát minden periódus óvatos és részletes előrejelzést kíván meg (Fernandez 2002, 2007):

$$\text{Vállalat értéke} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

A képletben „n” jelzi az adott eszköz élettartamát, a CF_t „t” periódus várható cash flow-ját. A DCF modell fontos eleme az „r”, azaz a diszkontráta. A diszkontráta a kockázatot kezeli. Minél kockázatosabb eszközről beszélünk a megtérülés tekintetében, annál nagyobb diszkontráta kerül alkalmazásra. A határozatlan időre létrehozott vállalatok esetében az jövőbeli pénzáramlást generáló időszakok száma ismeretlen, ezért végtelen időtávúnak tekintik, így az örökjáradékok valamely formuláját kell alkalmazni. Ennek kifejezésére az előző képletet ki kell egészíteni a határozott időszak utáni végtelen időszak hozamainak értékével, melyet a szakirodalom gyakran nevez maradványértéknek (Residual Value). A határozatlan időszakra létrehozott vállalat esetében alkalmazott értékelési formula tehát a következő (Brealey *et al.* 2018, Damodaran 2012):

$$\text{Vállalat értéke } (V_0) = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{RV_n}{(1+r)^n}$$

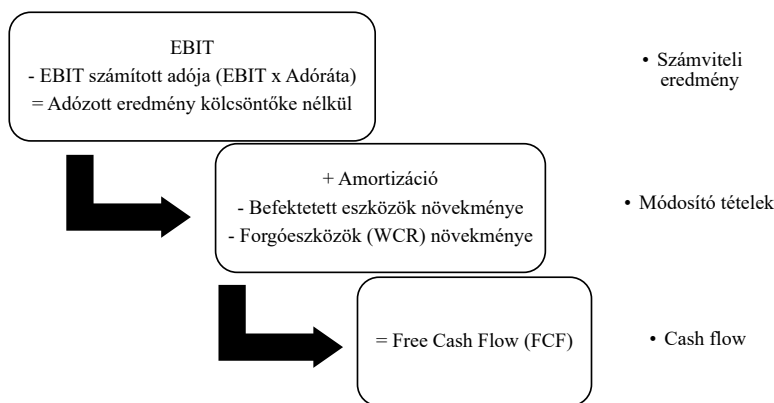
A fent leírt képletekből látszik, hogy a DCF értékelés két legfontosabb kérdése, a jövőbeli várható cash flow-k értékének meghatározása és a kockázatot jellemző diszkontráta meghatározása. A minimális diszkontráta a gyakorlatban Fernandez (2002) szerint az érdekeltek által meghatározott diszkontráta. A DCF különböző modelljei ezen

két kérdés megválaszolására adnak alternatívákat. A két legelterjedtebb DCF modellt a Free Cash Flow modell (FCF) és az Equity Cash Flow modell (ECF).

A FCF modell egy egyfajta működési cash flow, tehát működésből származó pénzáramok adózás utáni értékét fejezi ki. A modell nem veszi figye-

lembe az idegen tőkét, tehát nem csökkenti az értéket a kamatfizetés és a tőketörlesztés. Az FCF modellben szereplő pénzüsszeg az a pénzüsszeg, amely rendelkezésre áll a tulajdonosok és a hitelezők kifizetésére (Fernandez 2002). Az FCF kiszámítási módját a 2. ábra mutatja be.

2. ábra: A Free Cash Flow kiszámításának módja



Forrás: saját szerkesztés Fernandez (2002) alapján

A Free Cash Flow meghatározásának alapja tehát az EBIT, azaz az adózás és kamatfizetés előtti eredmény. Az EBIT-től levonásra kerül az EBIT számított, elméleti adóterhe (a valós adóterh meghatározásához szükség van kamatráfordításokat is tartalmazó adózás előtti eredményre) és így megkapunk egy olyan adózás előtti eredményt (számviteli eredmény), amely nem tartalmazza a kölcsöntöke igénybevételével kapcsolatos ráfordításokat. A következő lépésben el kell végeznünk az amortizációval, a befektetett eszközökkel és a forgóeszközökkel kapcsolatos korrekciókat. Az első korrekció az amortizációval kapcsolatos. A tárgyévben elszámolt amortizációs költségekkel növelnünk kell a számviteli eredményt, hiszen az elszámolt amortizációs költség nem generált pénzáramlást a vállalatban. A második korrekció a befektetett eszközök növekményének levonása. A tárgyi eszközbe történő beruházások számvitelileg nem jelentkeznek költségként, azonban pénzáramlást generálnak. A harmadik korrekció a forgóeszközök növekményének levonása. A forgóeszközbeszerzés nem jelentkezik költségként, hanem növeli a készletállományt. Mivel a forgóeszközbeszerzés ugyanakkor pénzáramlással jár, ezért csökkenteni kell

vele a számviteli eredményt. A korrekció elvégzésével megkapjuk a Free Cash Flow-t, azt az adózás utáni pénzáramot, amely a vállalkozás tulajdonosai és hitelezői számára elérhető lesz, a befektetett eszközökbe történő beruházások és a forgóeszköz szükséglet kielégítése után.

Ahhoz, hogy diszkontált cash flow értéket kapjunk, a Free Cash Flow-t diszkontálnunk kell. A megfelelő diszkontfaktor használatához mérlegelnünk kell azt a tény, hogy a FCF nem veszi figyelembe az idegen tőke igénybevételével járó pénzáramlásokat, mint például a hitelfelvétel, a tőketörlesztés és a kamatfizetés. A megfelelő diszkontrátának a hitelezők és a tulajdonosok megtérülési elvárásait is figyelembe venni, ezért a legalkalmasabb diszkontráta, a tőke súlyozott átlagköltsége, a WACC (Weighted Average Cost of Capital). A WACC kiszámítási módja (Bélyácz 2001) alapján a következő:

$$WACC = w_e * K_e + w_d * K_d * (1 - T)$$

A vállalat értékének meghatározása a Free Cash Flow módszer alapján a legegyszerűbb módon az örökjáradék modell segítségével írható fel. A formula a következőképpen alakul:

$$\text{Vállalat értéke} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{WACC}}$$

A gyakorlatban a fenti képlet alkalmazásával kapcsolatban három problémával szembesülhetünk. Az első probléma az, hogy a fenti formula csak a lezárt időszakok adataival foglalkozik, viszont a vállalat értékének meghatározásához szükségünk van a jövőbeli időszakok FCF értékeire is. Az első probléma kezelésére két lehetőség van, mindkét módszer becsléssel állítja elő a szükséges adatokat. Az első, amikor az értékelőnek betekintése van vállalat stratégiájába, ezáltal megbízható előrejelzéseket tud előállítani és megtervezheti a jövőbeli FCF értékeket. A második, amikor az értékelőnek nincs betekintése. Ebben az esetben a jövőbeli cash flow adatokat a múltbeli cash flow adatok extrapolációjával állíthatjuk elő. Ez a módszer csak stabil belső és külső környezet esetén alkalmazható, ha a múltbeli tendenciák nem veszítik érvényüket. A második probléma a jövőbeli tőkeköltség meghatározása. A jövőbeli tőkeköltséget egy úgynevezett diszkont kamatláb meghatározásával lehet korrigálni. A diszkont kamatláb az alapkamatláb és a kockázati pótlék összegével azonos. A harmadik probléma a végtelen örökjáradék használata. A végtelen örökjáradék használata túlzottan leegyszerűsíti a valóságot. Ezt a problémát kezeli a konstans növekedési modell és a többfázisú modell. A konstans növekedési modell olyan vállalatoknál célszerű alkalmazni, amelyek éves hozamai stabilak, nem rendelkeznek kiugró eredményekkel és folyamatos növekedés jellemzi őket. Ebben az értékmeghatározás a növekvő örökjáradék elvén történik:

$$\text{Vállalat értéke} = \frac{\text{FCF} * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

A fenti képlet lényegében megegyezik a növekvő örökjáradék formulával. A többfázisú modellek a jövőt több szakaszra bontják, így lehetőség nyílik szakaszonként eltérő hozamfeltételezéseket és egyre növekvő WACC értékeket beépíteni a modellbe, ami pontosabb előrejelzést és az előrejelzési kockázatok jobb kezelését eredményezheti. A többfázisú modellek közül a kétfázisú és háromfázisú modellek a leginkább elterjedtek a gyakorlat-

ban (Takács, 2015a). A kétfázisú modell első fázisa egy explicit előrejelzési időszak, amely az értékelés pillanatától számított 5 évet veszi figyelembe, a második szakasz pedig a végtelen jövő szakasza, amelynek alapját az explicit időszak utolsó évének hozama adja.

$$\text{Vállalat értéke} = PV_1 + PV_2 =$$

$$= \sum_{t=1}^5 \frac{\text{FCF}_t}{(1 + \text{WACC}_1)^t} + \frac{\frac{\text{FCF}_5}{\text{WACC}_2}}{(1 + \text{WACC}_1)^5}$$

A háromfázisú modell első szakasza az explicit előrejelzési időszak (3-5 év), a második szakasza az első szakasz extrapolációja (5-8 év), a harmadik szakasza pedig a végtelen jövő szakasza. A lenti formula az első szakaszt 3 évnek, a második szakaszt 5 évnek tekinti.

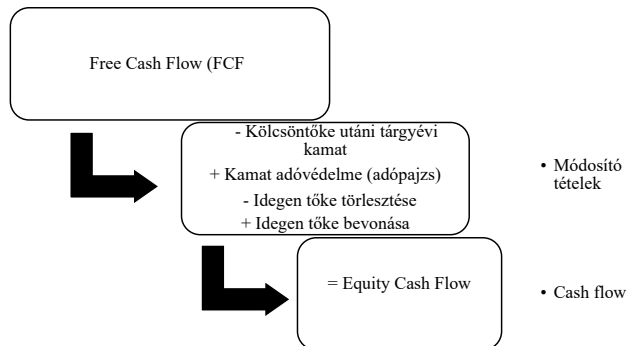
$$\text{Vállalat értéke} = PV_1 + PV_2 + PV_3 =$$

$$= \sum_{i=1}^3 \frac{\text{FCF}_i}{(1 + \text{WACC}_1)^i} + \sum_{j=4}^8 \frac{\text{FCF}_j}{(1 + \text{WACC}_1)^3 * (1 + \text{WACC}_2)^{j-3}} + \frac{\frac{\text{FCF}_8}{\text{WACC}_3}}{(1 + \text{WACC}_1)^3 + (1 + \text{WACC}_2)^5}$$

A Free Cash Flow-ból származtatott (WACC diszkontráta melletti) jelenérték a teljes vállalat értékét, azaz a saját és az idegen tőke által generált (a tulajdonosokhoz és hitelezőkhöz rendelhető) értékek összességét adja meg. Ezt az értéket az idegen tőkével lecsökkentve kapjuk a saját tőke becsült értékét, azaz a tulajdonosokat illető értéket.

A tulajdonosi érték meghatározása ugyanakkor történhet közvetlenül is, mégpedig a tulajdonosi pénzáramokból (Equity Cash Flow, ECF) kiindulva is. Az Equity Cash Flow tartalmát a 3. ábra szemlélteti.

3. ábra: Az Equity Cash Flow kiszámításának módja



Forrás: saját szerkesztés Fernandez (2002) alapján

A jövőre előrejelzett Equity Cash Flow összegeket – melyek az idegen tőke és a kapcsolódó kamatok rendezése után, azaz csakis a tulajdonosokat megillető pénzáramlást fejezik ki – a saját tőke költségével, azaz a tulajdonosok által támasztott minimális megtérülési elvárással (R_e) diszkontálva közvetlenül kapjuk a saját tőke becslött értékét.

Az IVS 40.2 sz. szerd. szerint a hozamérték, azaz a diszkontált cash flow módszer akkor optimális:

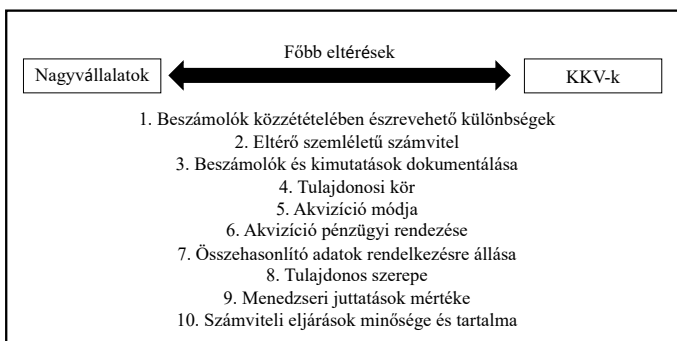
- Ha a vagyonelemek jövedelemtermelő képessége az érték kritikus meghatározója.
- Ézszerű és reális előrejelzésekkel rendelkezünk a jövőbeli hozamokat illetően a vizsgált vagyonelem vonatkozásában.

- Ha van akár kevés, de releváns összehasonlíthatásra alkalmas vagyonelem a piacon.

A KKV-K ÉS A NAGY-VÁLLALATOK KÖZÖTTI FŐBB KÜLÖNBSÉGEK A VÁLLALAT-ÉRTÉKELÉS TEKINTETÉBEN

Pratt és Reilly (2000) felhívják a figyelmet arra, hogy különbséget kell tenni értékelés szempontjából kisvállalatok és nagyvállalatok között. Tíz pontban foglalta össze a legfontosabb különbségeket, amelyeket értékeléskor figyelembe kell venni (4. ábra).

4. ábra: A KKV-k és a nagyvállalatok közötti főbb különbségek a vállalatértékelés tekintetében



Forrás: saját szerkesztés Pratt (1986) alapján

1. A beszámolóok közzétételében észrevehető különbségek

A kisebb méretű vállalkozások számára nem kötelező a könyvvizsgálat. Amennyiben az adott vállalat nem kötelezett könyvvizsgálatra, úgy saját maga állítja össze beszámolóját, azaz a mérleget, az eredménykimutatást és a kiegészítő mellékletet. A könyvvizsgálat nélküli beszámoló hitelességét és valóságát óvatosan kell kezelni.

2. Eltérő szemléletű számvitel

A nagyvállalatok többsége az eredmény szemléletű számvitelt (kettős könyvvitel), míg a kisvállalatok egy része pénzforgalmi számvitelt alkalmazza. Pénzforgalmi elszámolás esetén a vállalat a pénzmozgásait csak a tényleges pénzmozgást megtörténte esetén dokumentálja. Kettős könyvvitel esetén a dokumentálás a gazdasági esemény megtörténtekor történik, függetlenül a pénzmozgástól.

3. A beszámoló és kimutatások dokumentálása

A nagyobb vállalkozásoknál a legtöbb esetben hosszabb múltbéli időtávon állnak adatok rendelkezésre, mint a kisebb vállalkozásoknál. Ennek oka lehet a vállalkozás kora (nagyvállalat esetén idősebb cég), vagy az adatok őrzésére vonatkozó igény. A hosszabb idősorokkal precízebben lehet dolgozni, a rövidebb idősoroknál nagyobb a hibalehetőség az elemzések és az értékelések végrehajtásakor.

4. A tulajdonosi kör

A nagyvállalatok többsége részvénytársaság, a kis- és középvállalatok többsége pedig korlátolt felelősségű társaság vagy betéti társaság. A részvénytársaságoknál sokkal könnyebb a vállalat értékét becsülni, hiszen a részvények ára egy megbízható kontrolltényező az értékelés során.

5. Akvizíció módja

A nagyvállalatok eladása esetén a legtöbb esetben részvények cserélnek gazdát, mely részvények piaci ára adott. Kisebb vállalatoknál az akvizíció során főként eszközöket adnak át, melyek értékei kevésbé egyértelműek, mint a részvények esetében. Az eszközök értéke függ a kortól, állapottól, beszerezhetőségtől, szervizelhetőségtől, kezelhetőségtől, hátralévő hasznos élettartamtól, elavultsági szinttől, és természetesen a hozamgeneráló képességtől.

6. Akvizíció pénzügyi rendezése

Nagyvállalatok esetében a legtöbb esetben az akvizíció pénzügyi rendezése azonnal készpénzben vagy másik társaság részvényeivel történik. KKV-k esetében sokkal jellemzőbb a készpénzelőleg és a halasztott fizetés alkalmazása. Az értékelésnél a

halasztott fizetéssel járó kockázatot is figyelembe kell venni.

7. Összehasonlítható adatok rendelkezésre állása
Míg a nagy cégek részvényforgalmi adatai nyilvánosan lekérhetőek és nagy mennyiségben rendelkezésre állnak, kisvállalatok esetén jóval kisebb a nyilvánosan hozzáférhető komparatív tranzakciós adatok mennyisége.

8. A tulajdonos szerepe

Minél kisebb vállalatról beszélünk, annál inkább válik egyenlővé a menedzser és a tulajdonos szerepe. A nagyvállalatok esetében a tulajdonosok sok esetben semmilyen vezetői pozíciót nem töltenek be.

9. A menedzseri juttatások mértéke

A nagyvállalatok esetében a menedzseri juttatások, prémiumok és egyéb személyi jellegű ráfordítások mértéke a vállalat teljesítménymutatóihoz vagy piaci értékéhez vannak kötve a legtöbb esetben. A kisvállalatoknál ehelyett az esetek túlnyomó részében annyit fizetnek a vezetőknek, amennyit tudnak, ez lehet akár a piaci értéket meghaladó, vagy lehet akár mélyen a piaci érték alatt is. Tulajdonosi szemszögből is eltérő megközelítés jellemző, hiszen a nagy cégek a belső növekedés lehetőségét erősebben figyelembe veszik, emiatt osztalékfizetési, illetve profitvisszatartási rátáik jelentősen eltérhetnek a KKV-knál alkalmazottaktól.

10. Számviteli eljárások minősége és tartalma

A kisebb cégek pénzügyi beszámolóit sokkal kevesebb adatot tartalmaznak és igyekeznek olyan számviteli módszereket alkalmazni, amelyek minimalizálják az adófizetési kötelezettséget. A nagyobb cégekre sokkal szélesebb körű számviteli analitika jellemző, amely realisabb képet ad a vállalkozás pénzügyi helyzetéről.

A fenti pontok megmutatják, hogy a KKV-k esetében a vállalatértékelés sokkal nehezebb és összetettebb feladat, mint a nagyvállalatok esetében.

ÉRTÉKELÉS-MÓDSZERTANI PROBLÉMÁK ÉS MEGOLDÁSI LEHETŐSÉGEK A KIS-ÉS KÖZÉPVÁLLALKOZÁSOK TEKINTETÉBEN

Az, hogy egy vállalat számviteli adatai és a beszámolóadatai mennyire megbízhatóak az egyrészről méretfüggő, másrészről pedig iparágfüggő. A nagyobb vállalati méret nagyobb felelősséggel jár, ezért a tulajdonosok és vezetők sokkal körültekintőbben járnak el. Másrészről fontos felismerni azt az összefüggést is, hogy a nagyvállalatok partnerei főként más nagyvállalatok lesznek és ez a kapcsolat még jobban elősegíti a körültekintő magatartást. Egy nagyvállalat nem engedheti meg magának, hogy nem állít ki számlát egy másik nagyvállalatnak, hiszen ezzel az egész cég jövőjét és a cég imázsát is kockáztatja. Ez a kölcsönös elvárás a nagyobb vállalkozások között nagyban csökkenti a manipuláció lehetőségét. A kisvállalatok esetében ez a manipuláció már sokkal jelentősebb lehet. A kisvállalat partnerei a legtöbb esetben más kisvállalatok lesznek és ebben az esetben már nincs meg a kölcsönös elvárás a teljes átláthatóságra. A kisvállalatok adóminimalizálásra törekednek és itt figyelembe kell venni a „szürkegazdaságot”, mint lehetséges faktort. A vállalati méreten kívül a beszámoló adatainak megbízhatóságát befolyásolja az iparág. A gazdaságban vannak olyan iparágak, amelyek szinte teljes mértékben kizárják a manipulációt és vannak olyan iparágak, amelyek viszont sokkal gyengébben és lassabban reagálnak az esetleges „szürkegazdasági” magatartásformákra.

A kérdés az, hogy az előzőekben vizsgált három (IVS 2017 által elfogadott és javasolt) értékelési módszer mennyire alkalmas kis-és közép vállalatok értékelésére. A fentebb vizsgált KKV sajátosságok miatt, szükséges eszközölni néhány olyan korrekciót, amelyek a lehető legnagyobb mértékben képesek kiszűrni az adóminimalizálás érdekében elkövetett manipulációkat. A következőkben egy olyan korrekció lehetőségét vázolom fel, melynek segítségével hatékonyan tudjuk hatástalanítani a manipuláció okozta torzításokat.

A vállalatértékelés legfőbb információforrásai a mérleg (vagyonerőteltség módszer) és az eredménykimutatás (piaci és hozamérték módszer), így ezen input adatokból szükséges kiindulni.

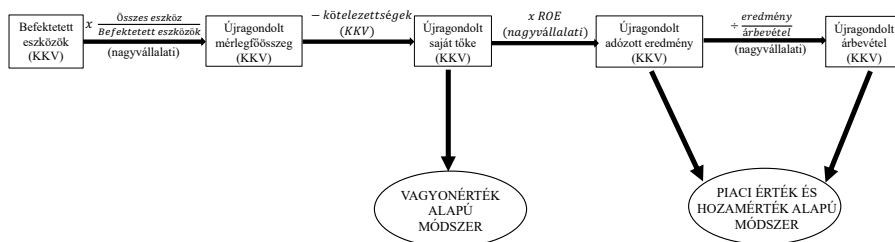
A mérleg esetében először meg kell vizsgálni, hogy a mérlegfőcsoportok értékei megfelelnek-e a valóságnak. Az eszköz oldalt tekintve két lényeges

mérlegfőcsoportról beszélhetünk: a befektetett eszközökről, illetve a forgóeszközökről. A befektetett eszközöket jellemzően hosszabb ideig használja a vállalkozás, nagyobb értékűek, kevesebb lehetőség van a bármiféle manipulációra, így az értékelés szempontjából megbízhatóan tekintem. A forgóeszközök esetében egy hamis tranzakció módosíthatja a készletek, a követelések és a pénzeszközök mérlegértékét egyidejűleg, így a forgóeszközök értéke nem kezelhető megbízhatóként. A KKV-k esetében a forgóeszközöket tekinthetjük a manipulált mérlegfőcsoportnak eszközoldalón.

A forrás oldalt tekintve szintén két lényeges mérlegfőcsoportot kell vizsgálnunk: a saját tőkét és a kötelezettségeket. A kötelezettségek között a legtöbb esetben hiteleket, kölcsönöket, adófizetési kötelezettséget, illetve munkabér és járulékfizetési kötelezettséget találhatunk. Ezen tételek tekintetében jóval nehezebb a manipuláció, ezért a kötelezettségek értékét megbízhatóan tekintem. A saját tőke a fentiekkel ellenben nagyban függ a vállalat eredményeitől, melynek értékei erősen manipulálhatók. A KKV-k esetében a saját tőkét tekinthetjük a manipulált mérlegfőcsoportnak a forrásoldalón.

Az eredménykimutatás tekintetében a manipuláció eredményeként sem az árbevétel, sem az eredmény nem szolgáltat megbízható alapot az értékeléshez, így ezeken szükséges bizonyos korrekciók végrehajtása. A következőkben egy olyan módszert javaslok, amellyel kiszűrhetjük a manipulációt és egy valósághoz közelebb vállalati értéket kaphatunk (5. ábra).

5. ábra: A vagyonerék, a piaci érték és a hozamérték alapú értékeléshez szükséges input adatok előállításának javasolt módszere



Forrás: saját szerkesztés

Az előzőekben tárgyaltuk, hogy a nagyvállalatok esetében kisebb mértékben fordulhatnak elő manipulációk, mint a KKV-k esetében. Ez a hipotézis lehetőséget ad arra, hogy a kis- és középvállalatok adatait a sokkal megbízhatóbb nagyvállalati adatokkal korrigáljuk. Azon adatokat, amelyeket megbízhatóan tekintünk a kis- és középvállalatok vonatkozásában megtartjuk, és azokat az adatokat, amelyeket manipulálnak tekintünk, egy megbízható átlagos nagyvállalati adattal korrigáljuk. Így egy olyan „hibrid” adathalmazt generálunk, amely megtartja KKV jellegét, azonban nagyvállalati megbízhatósággal mutatja be az adatokat. A következőkben szemléltetem a javasolt módszertant.

A befektetett eszközök mérlegfőcsoport értékét megbízhatóan tekintjük, a forgóeszközöket azonban nem. Amennyiben az értékelt vállalat befektetett eszközök mérlegfőcsoport értékét megszorozzuk egy nagyvállalati átlagos *összes eszköz/befektetett eszközök* mutatóval, egy újragondolt, megbízhatóbb mérlegfőösszeget kapunk eredményként. Ebből az újragondolt mérlegfőösszegeből levonva a vállalat jelenlegi befektetett eszközök értékét, megkapjuk az átlagos nagyvállalati adatokra alapozott, megbízhatóbb forgóeszköz értéket. Az újragondolt mérlegfőösszegeből levonva a megbízhatóan tekintett kötelezettségek mérlegfőcsoport értékét megkapjuk az újragondolt saját tőke értékét. Az így elvégzett korrekciókkal elvégezhető a vagyonerék alapú vállalatértékelés a kis- és középvállalatok vonatkozásában is, hiszen az új saját tőkeértékkel már megbízhatóbb vagyonerékot kaphatunk eredményül.

A piaci érték és hozamérték alapú vállalatértékelés elvégzéséhez további korrekciók szükségesek. Az újragondolt saját tőke értékét megszorozva egy átlagos nagyvállalat ROE (return on equity)

mutatóval megkapjuk az újragondolt adózott eredményt. Amennyiben ezt az adózott eredményt elosztjuk a nagyvállalatokra jellemző átlagos *adózott eredmény/árbevétel* mutatóval, megkapjuk a kisvállalat újragondolt árbevételi adatát.

Az így végrehajtott korrekciókkal megbízhatóbban elvégezhető a piaci érték és hozamérték alapú vállalatértékelés a kis- és középvállalatok vonatkozásában is. A módszer részletes tárgyalása további kutatás tárgyát képezi.

ÖSSZEFOGLALÁS

A nagyvállalatok esetében az IVS által elfogadott és javasolt vállalatértékelési módszertanok többnyire helytállnak, azonban a kis-és középvállalatok esetében nem. A KKV-k mérlegeiben és eredménykimutatásaiban lévő adatokat az adóminimalizáló magatartás miatt manipulálnak kell tekinteni és ehhez viszonyított korrekciókat szükséges végrehajtani a vállalatértékelés során. A forrásadatok bizonytalansága miatt az előrejelzés használhatatlan, és egy szorzószámos módszer kidolgozásának lehetőségének felértékelődése látszik. Számos pontosítás és módosítás szükséges ahhoz, hogy egy valósághoz közelítő kisvállalati értéket kapjunk, és ez a megoldás további kutatást igényel. A KKV-ra vonatkozó értékelési módszertan létjogosultsága megkérdőjelezhetetlen. A Központi Statisztikai Hivatal legfrissebb (2019) adatai szerint Magyarországon 717.357 működő vállalkozás van, melyből 643.182 vállalkozásnál 1-4 foglalkoztatott van, 38.951 vállalkozásnál 5-9 foglalkoztatott van, 18.791 vállalkozásnál 10-19 foglalkoztatott van, 10.336 vállalkozásnál 20-49 foglalkoztatott van. Az 50 feletti foglalkoztatottságú vállalkozások száma mindösszesen 6.097, ami az összes működő vállalkozás 0,84%-a. Az összes működő vállalko-

zásból mindösszesen 4.719 a részvénytársaság, tehát a teljes sokaság 0,65%-a. A fenti adatok alapján elmondható, hogy a magyar vállalkozások csaknem 99%-át érinthetik az e tanulmányban kifejtett értékelési kihívások.

A tanulmányban bemutatott koncepció megoldást kínálhat arra, hogy a vagyonérték, a piaci érték és a hozamérték alapú értékeléshez szükséges inputadatok kis- és középvállalkozások esetében is manipulációktól megtisztítva, megbízható forrásadatként álljanak rendelkezésre.

HIVATKOZÁSOK

- Bayaraa, B., Tarnóczi, T., Fenyves, V. (2019), "Measuring performance by integrating K-Medoids with DEA", *Mongolian Case Journal of Business Economics and Management*, **20** 6, 1238-57 DOI: <https://doi.org/10.3846/jbem.2019.11237>
- Bélyácz I. (2001): *Befektetésmélet*, PTE Közgazdaságtudományi Kar
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., Mohanty, P. (2018), *Principles of corporate finance, 12/e*, McGraw-Hill Education
- Csapi, V. (2019), "How Real Option Theory Has Gained Space in Research and Practice - An Overview of the Last Four Decades", *International Research Journal of Finance and Economics*, **171** 86-95
- Damodaran, A. (2012), *Investment valuation, 3/e*, John Wiley & Sons
- Fenyves, V., Bács, Z., Droj, L., Tarnóczi, T. (2018), "Significance and possibilities of measuring intellectual capital based on accounting statements," *Economics & Working Capital*, 1-2 47-53
- Fernandez, P. (2002), *Company Valuation Methods. The most common errors in valuations*, Research Paper No. 449, IESE University of Navarra, January
- Fernandez, P. (2007), "Value companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories", *Journal of Managerial Finance*, **33** 11, 853-76
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D. (2010), *Valuation: Measuring and managing the value of companies 5/e*, McKinsey Company, John Wiley & Sons
- Katits E. (2002), *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusában*, KJK Kerszöv
- Pratt, S., Reilly, R. F. (2000): *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely-Held Companies*, McGraw-Hill
- Takács A. (2011), „Márkaértékelés pénzügyi szemmel”, *Marketing & Menedzsment*, **XLV** 4, 27-36
- Takács, A. (2014), "The Relationship between Appraised Company Values and Future Stock Prices in the International Banking Sector", *International Research Journal of Finance and Economics*, **118** 113-23
- Takács A. (2015a), *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*, Perfekt
- Takács, A. (2015b), "The explanatory power of appraised brand values on stock prices in the financial services sector", *International*

- Journal of Business Excellence*, 8 3, 298-311
DOI: 10.1504/IJBEX.2015.069147
- Tarnóczy T. – Bács Z. – Böcskei E. – Fenyves V. (2017), „Mérlegen (kívül) a tudásalapú gazdaság – Az intellektuális tőke mérésének relevanciája”, *Controller info*, 5 (különszám): 303-20
- Ulbert J. (1997), *A vállalat értéke*, JPTE Közgazdaságtudományi Kar
- International Valuation Standards (2017): <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>
- Központi Statisztikai Hivatal (2019): https://www.ksh.hu/thm/1/indi_2_4.html

Várkonyi Patrik, PhD hallgató
patrikvarkonyi@gmail.com

Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar
Gazdálkodástani Doktori Iskola

Methodological challenges of valuing small businesses

THE AIMS OF THE PAPER

The purpose of the study is to present the potential problems of applying the widely accepted business valuation methods for valuing small and medium-sized businesses. The most preferred valuation approaches have originally been optimized for large businesses, and the literature pays little attention to their application for SMEs. The current study addresses this research gap.

METHODOLOGY

The most important aim of this study is to conduct a thorough survey within the theoretical literature and the actual international professional standards. First, the author gives a detailed overview of the national and international theoretical literature and of the mostly used valuation practices, which are typically calibrated for large businesses. This is followed by the presentation of the main challenges arising when valuers start applying these methods for small and medium-sized businesses. Finally, in order to reflect the mentioned challenges, the author draws up his own concept, and indicates the further research directions.

MOST IMPORTANT RESULTS

Both the theoretical literature and the practical standards confirm that the need to determine the value of a business is independent of firm size. The typical valuation situations (for example acquisition or borrowing) appear regularly in small and medium-sized businesses, too. The basic valuation approaches may be valid for smaller businesses, but during the practical application, valuers need to make several corrections in order to adopt the given method for the circumstances of the small business.

RECOMMENDATIONS

The information available about small businesses is much weaker than that of big firms. Therefore, in case of all valuation approaches (cost approach, market approach and income approach) it is necessary to make appropriate corrections to create the information basis of a reliable estimation of value. This study mainly focuses on exploring problems, while working out particular corrections and conducting empirical examinations are subject to further research.

Keywords: business valuation, cost approach, income approach, market approach, small and medium-sized enterprises