

Kisebbségi részesedések értékelése nonprofit vállalatoknál

Takács András – Posza Alexandra – Tóth-Pajor Ákos
Pécsi Tudományegyetem

A TANULMÁNY CÉLJA

Egy vállalat értékelésekor a befektetők általában a cég egészére koncentrálnak, oszthatatlan egészként értelmezve azt. A gyakorlatban felmerülő situációk jelentős részében azonban nem a 100%-os tulajdonrészt, hanem egy konkrét tulajdonos bizonyos tulajdoni hányadát kell értékelni. Amennyiben kisebbségi részesedésről van szó, akkor nem helytálló az a feltételezés, hogy adott részesedés értéke a teljes saját tőke értékének megfelelő hányada, hiszen egyrészt a kisebbségi tulajdonos nem tud érdemi hatást gyakorolni a vállalattal kapcsolatos döntésekre, másrészt ebből és egyéb tényezőkből eredően a kisebbségi részesedések piacképessége gyengébb a többségi tulajdonhoz képest. Tovább bonyolítja a helyzetet, ha nonprofit vállalat részesedéséről van szó, hiszen esetükben a leginkább elfogadott hozamalapú értékelési eljárások nem alkalmazhatók. A tanulmány ismerteti a felvázolt problémák kezelésére alkalmas, a vállalatértékelésben használt különböző diszkontok jelentőségét és alkalmazásának módját, kiemelt figyelemmel a nonprofit vállalatok esetére.

ALKALMAZOTT MÓDSZERTAN

Az irodalomkutatást követően a tanulmányban egy esettanulmányt mutatnak be a szerzők, amely egy valós értékelési helyzeten alapul, a vállalat adatainak közléséhez azonban a tulajdonos nem járult hozzá, így a cégnevet és az adatokat a szerzők megváltoztatták. Az eseten keresztül számszerűen láthatóvá válik a kisebbségi diszkont és az értékesíthetőség hiánya miatti diszkont értékre gyakorolt hatása.

A KUTATÁS LEGFONTOSABB EREDMÉNYE

A kidolgozott esettanulmány egyrészt megerősíti azt a már ismert ténytet, hogy nonprofit vállalatok esetében a vagyonalapú értékelési eljárások kerülnek előtérbe, másrészt a számszerű eredmények láttatják, hogy egy kisebbségi részesedés piaci értékeként a rá jutó arányos sajáttőke-értéknél jelentősen alacsonyabb (esetenként annak alig több mint felét kitevő) érték állapítható meg.

ÚJDONSÁGOK, GYAKORLATI JAVASLATOK

A tanulmány egyes elemei (értékelési módszerek, a módszer kiválasztásának szempontjai, diszkontok) a nemzetközi és hazai szakirodalomban már megtalálhatók, e tanulmány hozzáadott értéke ezek esettanulmányon keresztül történő szemléltetése, magyarázata.

Kulcsszavak: vállalatértékelés, vagyoneérték, hozamérték, kisebbségi diszkont, értékesíthetőség hiánya miatti diszkont, nonprofit vállalat

BEVEZETÉS

A vállalatértékelés rendelkezésre álló módszertana számos olyan eljárást tartalmaz, melyek alkalmasak arra, hogy egy vállalat értékét, illetve a tulajdonosokhoz rendelt értéket (azaz a saját tőke piaci értékét) meghatározzuk. Az egyes szerzők által publikált modellek túlnyomórészt arra helyezik a hangsúlyt, hogy a vállalatot, mint oszthatatlan, egységes objektumot értékeliük, valamint a legtöbb esetben a hagyományos iparágakban tevékenykedő (termelő, szolgáltató vagy kereskedelmi), nyereségorientált cégekből indulnak ki. Jóval kevesebb figyelem jut azonban arra a gyakorlatban sokszor előforduló esetre, amikor nem a teljes vállalat, hanem egy adott üzletész rész értékének megállapítása a cél. Ilyen helyzetben logikus, hogy első lépésben a teljes tulajdonosi tőke értékét becsüljük meg, majd az üzletészhez ennek a szavazati arány szerinti hányadát rendeljük. Az így kapott adat azonban semmiképpen nem tekinthető végeredménynek. Számos olyan tényező merül fel ugyanis, melynek mérlegelésével belátható, hogy a résztulajdon (különösen a kisebbségi részesedések) értékelése nem végezhető el ugyanolyan módon, mint a 100%-os üzletészé. Mindemellett további kihívást jelent, ha nem profitorientált, hanem nonprofit vállalat üzletészét kell értékelnünk. Ekkor jogosan felmerülhet a kérdés, mi motivál egy potenciális vevőt arra, hogy egy nonprofit vállalat kisebbségi részesedését vásárolja meg. Ilyesfajta ügyletre például önkormányzati résztulajdonban lévő, valamilyen közfunkciót ellátó nonprofit cégek részesedései kapcsán kerülhet sor, ahol a vételi ajánlatot az önkormányzatot képviselő, bent maradó tag teszi meg annak érdekében, hogy a megvásárolt újabb tulajdonrész által egyszerű többséget vagy minősített többséget jelentő részese-déshez jusson, ezáltal pedig a helyi stratégiai célok megvalósítását szolgáló döntéseket közvetlenül meghozhassa.

A cikk további részében szakirodalmi áttekintés keretében ismertetésre kerül a vállalatértékelés két fő irányzata, a hozamérték- és a vagyonérték-módszer, valamint a kisebbségi részesedések értékelésénél kiemelt jelentőségű diszkontok. Az elméleti megalapozást követően egy valós értékelési helyzeten alapuló, ám fiktív adatokkal dolgozó esettanulmány szemlélteti az értékelési módszer gyakorlati megvalósítását.

SZAKIRODALMI ÁTTEKINTÉS

A vállalatértékelés gyakorlatában két uralkodó irányzat alakult ki, melyek segítségével megbecsülhető a vállalat aktuális piaci értéke. E két nagy

módszercsoportot a szakirodalom és a gyakorlat *hozamérték eljárásnak*, illetve *vagyonérték eljárásnak* nevezi (Ulbert 2001).

Hozamérték-eljárás

A hozamérték-eljárás a vállalatértéket a jövőbeli hozamtermelő képességből kiindulva határozza meg. Hozam alatt a legelterjedtebb felfogás szerint pénzáramot értünk, ebből ered a *diszkontált cash-flow (DCF)* elnevezés (lásd pl. Copeland és társai (2005), Damodaran (2002), Fernandez (2001), Ulbert (2011)). A DCF módszer alkalmazásakor a vállalat értékét a jövőbeli időszakokban várható pénzáramok jelenértékeként határozzuk meg, mely során diszkontárátként egy megfelelően meghatározott minimális hozamot, mint alternatív költséget veszünk számításba. A legismertebb diszkontált cash-flow modell az ún. *Free Cash Flow modell*. A *Free Cash Flow (FCF)* röviden megfogalmazva azt a működésből származó, adózás utáni pénzáramot fejezi ki, amely figyelmen kívül hagyja a finanszírozási struktúrában szereplő idegen tőkét. Meghatározása a fent hivatkozott külföldi irodalmak mellett számos hazai szakirodalomban megtalálható (pl. Kuti (2011), Pintér (2013), Csapi (2013, 2014)).

A teljes vállalati értéket a jövőbeli években (várhatóan) realizálódó *Free Cash Flow* értékek jelenértéke adja meg. A jelenérték-számításhoz a módszertanilag megfelelő diszkontráta a szakirodalomból jól ismert *tőke súlyozott átlagköltsége (Weighted Average Cost of Capital, WACC)*. A WACC nem más, mint a saját tőke megkövetelt megtérülésének és az idegen tőke adózás utáni költségének a tőkestruktúrával súlyozott átlaga.

A WACC tartalmának kifejtése a hazai szakirodalomban egyebek mellett Deutsch és Pintér (2014) munkájában olvasható, e tanulmánynak nem célja a részletes kifejtés. A WACC összességében azt a megtérülési rátát reprezentálja, amelyet a vállalatnak minden tokejujtató igényeinek kielégítése érdekében minimálisan el kell érnie. A leirtak alapján az FCF modell szerint a *vállalat értéke a jövőbeli időszakokban keletkező – a tulajdonosok és hitelezők hozamvárásainak fedezeteként szolgáló – Free Cash Flow-k WACC ráta melletti jelenértékével egyenlő*, képlettel kifejezve:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_T}{(1+WACC)^T} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

ahol V_0 : a határozatlan időtávra létrehozott vállalat értéke a 0. időszakban FCF_t ($t=1, 2, \dots$):

az i-edik időszak becslült Free Cash Flow-ja *WACC*: a jelenérték-számításhoz alkalmazott diszkont kamatláb.

Mivel itt a jövőre becslült pénzáramokról van szó, feltétlenül meg kell említeni a becslésben rejlő torzítás problémáját. Ez a kockázat oly módon kezelhető, hogy a távolabbi jövőre vonatkozó cash-flow-kat egy *előrejelzési kockázati pótlékkal* megnövelt diszkontrátával számítjuk jelenértékre, ami a hosszú távú előrejelzésben rejlő lehetséges torzítás (túlbecslés) mellett egyéb vállalati specifikus kockázatok kifejezésére is lehetőséget ad, mint például a devizakockázat (Schepp 2011).

A fenti képlet a teljes vállalat értékét adja meg. Ahhoz, hogy megkapjuk a tulajdonosokhoz rendelhető értéket (a saját tőke becslült értékét), a teljes vállalati értékéből le kell vonnunk a kamatteherrel bíró, kölcsön- illetve hiteljellegű ún. finanszírozási kötelezettségeket.

Fontos kiemelni ugyanakkor, hogy a hozamérték eljárás hatékony alkalmazásának vannak bizonyos feltételei, melyek közül a legfontosabbak a következők: *a vállalat profitorientált tevékenységet folytatson, teljesüljön a vállalkozás folytatásának elve (biztosított legyen a vállalat hosszú távú működése), a vállalat pénzügyi és jövedelmi helyzete, valamint a környező piac stabil legyen, és a jövőre vonatkozóan megbízható hozam-előrejelzéseket lehessen készíteni.*

Az e tanulmány fókuszát képező nonprofit vállalatok, illetve azok részesedéseinek értékelésekor a fenti feltételek közül legalább egy (profitorientált tevékenység) nem teljesül, így esetükben a legelterjedtebb és leginkább elfogadott módszerként aposztrofált DCF módszer nem alkalmazható. Ekkor kerül előtérbe az egyébként sokszor mellőzött vagyonerék-eljárás.

Vagyonerék-eljárás

A vagyonerék-eljárás a jövőbeli kilátásokat teljes mértékben figyelmen kívül hagyja, és a vállalat értékét a jelenben meglévő nettó eszközértékkel azonosítja. A nettó eszközérték nem más, mint a vállalat eszközeinek és kötelezettségeinek különbsége, más közelítésben: a vállalat saját tőkéjének értéke.

A vagyonalapú értékelést a jelen tanulmányban már hangsúlyozott eseten, a nonprofit vállalatok értékelésén túlmenően válság vagy bizonytalan gazdasági környezet esetén, hitelbiztosítékok illetve apport esetén alkalmazzzák sikerrel. Szintén hangsúlyossá válik a vagyonerékelés mikro- és kisvállalkozások értékelésekor, hiszen esetükben a bevétel- és költségadatok hitelessége gyakran megkérdőjelezhető (Szerb – Márkus 2007), ami aláássa a jövőre vonatkozó hozam-előrejelzések megbízhatóságát,

így a vállalati érték jóval biztonságosabban kifejezhető a jelenben birtokolt vagyon értékével.

A vagyonerék megközelítés elve alapján több különböző konkrét módszer alakult ki a gyakorlatban, melyek abban térnek el, hogy a cég eszközeit milyen érteken veszik számításba.

Könyvszerinti érték

E módszer az eszközöket és kötelezettségeket is könyv szerinti érteken veszi számításba, így a vállalati értéke a mérlegben kimutatott saját tőke összegével lesz egyenlő. Legnagyobb előnye az egyszerűség, hiszen az értékelés egyetlen mérlegadat leolvasásával kivitelezhető. Hátránya ugyanakkor, hogy az eszközök könyv szerinti értéke az esetek többségében elmarad a valós piaci értéktől, melynek oka a számvitelben alkalmazandó óvatosság elve. Az óvatosság elvének helyes alkalmazásakor az eszköz piaci értékének változásait aszimmetrikusan követi le a számvitel: a piaci érték csökkenésekor terven felüli értékcsökkenés, értékvesztés elszámolásával csökkenteni kell a könyvekben szereplő értéket (Beke – Budai 2007), felértékelésre (értékhelyesbítés elszámolására) viszont csak bizonyos eszköztípusoknál és csak bizonyos esetekben van lehetőség (Szűcs – Himber 2011). Emiatt a könyv szerinti értéket általában csak akkor alkalmazzuk vagyonerékelésre, ha az egyes vagyonelemek értékének megállapításához más információ nem áll rendelkezésre.

Rekonstrukció (újra-előállítási, újra-beszerzési) érték

A rekonstrukciós érték elve szerint a vállalkozás annyit ér, amennyit egy ugyanolyan adottságokkal rendelkező másik vállalat létrehozása érdekében be kellene fektetni (Ulbert 2001). A rekonstrukciós érték tehát annak a beruházásnak az értékét reprezentálja, amely az értékelt vállalat reprodukciójához szükséges lenne. Természetesen az értékelési elv nemcsak a teljes vállalatra, hanem egyedi eszközre is értelmezhető: egy adott eszköz aktuális értékét egy ugyanolyan tulajdonságokkal bíró illetve azonos életkorú és műszaki állapotú eszköz előállításának vagy megvásárlásának költségével fejezzük ki.

A tulajdonosokhoz rendelhető teljes vállalati érték (a saját tőke piaci értéke) ekkor a teljes eszközállomány rekonstrukciós értékének és a kötelezettségek könyv szerinti értékének különbözeteként számítható ki (Fernandez 2002).

Likvidációs (felszámolási) érték

Speciális vagyonerékelési módszer, melyet egy konkrét situációban, felszámolási helyzetben lévő vagy már felszámolás alatt álló vállalat értékelésekor

használunk. Likvidációs értékeléskor a vállalatértéket azzal a pénzüsszeggel azonosítjuk, amely a tulajdonosok számára a vállalat eszközeinek tételenként történő értékesítése, az összes fennálló kötelezettség rendezése és a felszámolás költségeinek levonása után marad (Damodaran 2011). A likvidációs érték az eszközöket egy oly mértékben csökkentett értéken veszi számba, melyen az eszköz rövid időn belül nagy biztonsággal eladható, így ez a módszer adja a lehető legkisebb vállalatértéket (Damodaran 2002).

A vagyoneértékelés gyakorlati megvalósítása (korrigált könyv szerinti érték)

A vállalatértékeléssel foglalkozó gyakorlati szakemberek az adott vállalat vagyonának értékelésekor a leggyakrabban a fent bemutatott módszerek valamilyen kombinációját alkalmazzák. A módszert *korrigált könyv szerinti értéknek* (adjusted book value) nevezzük (Fernandez, 2002), mely során a vállalat eszközeit nem egységesen, hanem tételenként külön-külön megválasztott módszerrel *piaci értékre átértékeljük*, és az így kapott átértékelt eszközértéket csökkentve az eszközállományt terhelő kötelezettségekkel eljutunk a saját tőke becslött értékéhez. A piaci értékre történő átértékeléskor az eszköz típusától, jellemzőitől függően *a rekonstrukciós értéket vagy a könyv szerinti értéket állapítjuk meg piaci értéként* (normál esetben, ha a vállalat nincs felszámolás alatt vagy legalábbis felszámolás-közeli helyzetben, akkor likvidációs értéket kizárhatjuk). Az egyes vagyonelemeknél alkalmazandó módszer kiválasztásakor a könyv szerinti értékből kell kiindulni (ezért is hívják a módszert korrigált könyv szerinti értéknek), és a mérlegben kimutatott értékek, valamint a vállalkozás által alkalmazott (számviteli) értékelési elvek áttekintése után azt kell megítélnie az értékelőnek, hogy a mérlegértékek megfelelnek-e a piaci értéknek vagy sem. Első pillantásra is az egyik fontos jelzője lehet ennek, hogy a vállalkozás él-e a számviteli törvény adta értékhelyesbítési lehetőséggel. Bizonyos eszközfajtánál (tipikusan: ingatlanok, gépek, berendezések) a cégnek lehetősége van évente újraértékelni az eszközt és értékhelyesbítés növelésével illetve csökkentésével folyamatosan lekövetni a könyvekben az eszköz piaci értékének ingadozásait (Szűcs – Hember 2011), ez esetben nagy valószínűséggel a könyv szerinti érték elfogadható piaci értéként. Ha viszont a cég nem használja ki ezt a törvény adta lehetőséget, akkor szinte bizonyosan szükség lesz átértékelésre.

A gyakorlati tapasztalatok összességében azt mutatják, hogy az értékelést végző szakemberek a cég teljes eszközállományán végighaladva, minden egyes eszköz piaci értékének megállapításához az alábbi három módszer valamelyikét használják fel:

- *úira-előállítási költség*: elsősorban ingatlanoknál és speciális gépeknél, berendezéseknél alkalmazható, hiszen esetükben azonos jellemzőkkel bíró eszközt a piacon nem lehet megvásárolni. Itt tehát egy ugyanolyan eszköz jelenben érvényes előállítási költségét kell megbecsülni, melyet az értékelendő eszköz életkorának megfelelő arányos amortizációval csökkentve kapjuk meg a rekonstrukciós értéket.

- *úira-beszerezési költség*: általános gépek, valamint járművek esetében használható módszer, mely során megfelelő adatbázisok, weboldalak felhasználásával hasonló életkorú és állapotú, azonos típusú használt eszközök jelenlegi adásvételi árát kell megkeresni, és az értékelendő eszköz értékét e referenciaárak alapján megbecsülni.

- *könyv szerinti érték*: olyan eszközök esetében, melyek piaci értéke az értékelő megítélése szerint nem vagy nem jelentősen tér el a valós piaci értéktől, piaci értéként elfogadhatjuk a könyv szerinti értéket. Jellemzően forgóeszközök és befejezetlen beruházások esetén alkalmazzák ezt a megoldást.

Korlátozott értékesíthetőség miatti és kisebbségi diszkont

Az értékelési folyamatban a konkrét értékelési szituációtól függően több olyan tényező figyelembe vétele is indokoltá válhat, melyek a számított értéket csökkentik. Ezeket különböző *diszkontok*nak nevezi a szakirodalom (Wiggins & Rosenberg 2001).

Az egyik ilyen diszkont az ún. *kisebbségi diszkont* (*Discount for Lack Of Control, DLOC*), melyet kisebbségi részesedések értékelésekor indokolt alkalmazni. Egy kisebbségi részesedés birtokosának ugyanis nincs lehetősége érdemben beleszólni a vállalat irányításába, így a potenciális vevő szemében az 50% alatti szavazati arányt biztosító üzletrész jóval kisebb értéket képvisel, mint az irányítási jogokat nyújtó többségi részesedés. Ez természetesen az árban is testet ölt, mégpedig akár jelentős mértékű árcsökkenés formájában. Hanouna *et al.* (2011) összesen 9566 tényleges tranzakció adatait vizsgálva arra jutott, hogy *a kisebbségi diszkont szokásos mértéke 20-30%*.

A másik diszkont-típus az ún. *korlátozott értékesíthetőség miatti diszkont* (*Discount for Lack Of Marketability, DLOM*), melyet olyan esetekben indokolt alkalmazni, amikor az értékelendő részvény

vagy fizikai eszköz kereslete megkérdőjelezhető, de legalábbis likviditása elmarad a szokásostól. A korlátozott értékesíthetőség miatti diszkontot eredendően tőzsdén nem jegyzett részvények, üzletrészek értékelésére dolgozták ki, melyekre belátható okok miatt jóval nehezebb vevőt találni, mint a tőzsdei részvényekre, emiatt az érvényesíthető eladási ár elmarad a tőzsdei csereáraktól. A gyakorlatban alkalmazott értékesíthetőség hiánya miatti diszkont mértékét Gilbert és Stewart (2010) nyolc különböző empirikus kutatás eredményeire hivatkozva állapította meg. Eredményeik alapján (a szélsőséges értékeket kizárva) kijelenthető, hogy az alkalmazott diszkont mértéke a gyakorlati alkalmazások többségében 15% és 20% között szóródik.

Egy kisebbségi részesedés értékének becslésekor tehát a teljes saját tőkének az adott részesedésre arányosan rávetített értékét tovább kell csökkenteni a fent leírt kisebbségi diszkonttal, továbbá tőzsdén nem jegyzett, így kevésbé piacképes üzletrészek esetén az értékesíthetőség hiánya miatti diszkonttal.

Bár a fent említett diszkontok kifejtése a külföldi

szakirodalomban található meg, alkalmazásuk indokoltsága hazai környezetben sem lehet kérdéses. Mivel a hivatkozott empirikus kutatásokhoz hasonló hazai vizsgálat mostanáig nem készült, az egyes diszkontok mértékeinek megbecsléséhez magyar vállalatok esetén is csak a külföldi empirikus mértékeket tudjuk alapul venni.

ESETTANULMÁNY EGY KISEBBSÉGI RÉSZESEDÉS ÉRTÉKELÉSÉRE

A leírtak szemléltetését szolgálja a következő esettanulmány. Az eset egy valós vállalatnál felmerült tényleges értékelési problémát szemléltet, a vállalat nevét és a kapcsolódó adatokat azonban a tulajdonos kérésére a szerzők megváltoztatták. Nevezzük a céget ABC Nonprofit Kft-nek, melynek legnagyobb tulajdonosa a befolyás további növelése céljából szeretné megvásárolni egy másik tulajdonos 30%-os tulajdonrészét, a vételi ajánlat kidolgozásához szükséges a részesedés értékelése. Az ABC vállalat utolsó évi mérlegét az 1. táblázat mutatja:

1. táblázat: ABC Kft. mérleg, december 31. (adatok ezer forintban)

Eszközök		Equities	
Immateriális javak	4 932	Jegyzett tőke	31 200
Tárgyi eszközök	52 980	Tőketartalék	1 680
Befektetett pénzügyi eszközök	6 228	Eredménytartalék	16 688
Befektetett eszközök összesen	64 140	Lekötött tartalék	564
Készletek	5 166	Adózott eredmény	348
Követelések	10 554	Saját tőke összesen	50 480
Értékpapírok	1 446	Hosszú lejáratú kötelezettségek	22 260
Pénzeszközök	4 782	Rövid lejáratú kötelezettségek	14 988
Forgóeszközök összesen	21 948	Kötelezettségek összesen	35 152
Aktív időbeli elhatárolások	474	Passzív időbeli elhatárolások	930
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	86 562	FORRÁSOK ÖSSZESEN	86 562

Tekintve, hogy nonprofit vállalatról van szó, a diszkontált cash-flow alapú értékelés feltételei nem teljesülnek, így a részesedés kizárólag vagyonértékmódszerrel értékelhető. A vállalat számviteli politikáját átvizsgálva megállapítást nyert, hogy a tárgyi eszközökön belül az ingatlanok és a műszaki gépek

esetében – mivel a cég nem alkalmaz értékhelyesbítést – a könyv szerinti érték nem fedi a piaci értéket, így esetükben átértékelés szükséges. A 2. táblázat a vállalat eszközei piaci értékének meghatározásához felhasználható információkat tartalmazza:

2. táblázat: Az ABC Nonprofit Kft. eszközeinek értékeléséhez kapcsolódó információk

<i>Eszköztípus</i>	<i>Nettó érték</i>	<i>Átértékeléshez felhasználható információ</i>
Ingtatlanok	29 610 eFt	A cégnek egy épülete van, melyet 3 évvel ezelőtt aktiváltak 31 500 eFt-os bruttó értéken. Lineáris, évi 2%-os amortizációt számolnak el 50 éves hasznos élettartamot feltételezve. Az aktiválás időpontja óta eltelt három év építőipari árindeksi rendre 101,5%, 101,3% és 101,9%
Műszaki gépek	23 370 eFt	A vállalat tulajdonában egy nagy értékű termelő gép található, melyet 4 évvel ezelőtt 116 850 eFt-ért vásároltak meg. Az értékelő azonos életkorú és műszaki állapotú használt eszközök piaci árait speciális iparági weboldalakon kutatva három referenciaárat talált: 34 860 eFt, 36 975 eFt, 32 600 eFt.
Egyéb eszközök	33 582 eFt	A könyvvizsgáló véleménye szerint a könyv szerinti érték megfelel a piaci értéknek.
Összesen	86 562 eFt	-

A felvázolt értékelési helyzetben a vagyonerék megállapításához a korábban bemutatott korrigált könyv szerinti érték módszere a megfelelő választás, mely során az ingatlanokat újraelőállítási költségen, a műszaki gépeket újra-beszerzési költségen, a többi eszközt pedig könyv szerinti értéken vesszük számításba:

Az ingatlanok esetén az aktuális újra-előállítási költség megbecslésének egyik lehetséges módja az lehet, ha az eredeti bekerülési értéket (31 500 eFt) felsorozzuk az aktiválástól az értékelési időpontig terjedő időszak kumulált építőipari árindeksével ($1,015 \cdot 1,013 \cdot 1,019 = 1,048$), amit elfogadunk egy jelenben érvényes – új ingatlanra vonatkozó – előállítási költségként. Az így kapott összeget az eszköz aktuális állapotának megfelelő használhatósági fokra konvertálhatjuk oly módon, hogy megszorozzuk a nettó/bruttó aránnyal ($29\,610 / 31\,500 = 94\%$). Az ingatlanok újraelőállítási költsége tehát $31\,500 \cdot 1,048 \cdot 0,94 = 31\,031$ eFt.

A műszaki gépek esetén az újra-beszerzési értékkel közelítjük meg az aktuális értéket. A táblázatban látható piaci információk alapján a legkézenfekvőbb módszer az elérhető referenciaárak átlagának meghatározása, mely szerint a műszaki gépek átlagos újra-beszerzési ára ($(34\,860 + 36\,975 + 32\,600) / 3 = 34\,812$ eFt.

A többi eszköz esetében átértékelést nem szükséges végrehajtani, mivel a könyv szerinti érték (33 582 eFt) megfelel a piaci értéknek.

Az újraértékelt teljes eszközállomány a fentiek szerint $31\,031 + 34\,812 + 33\,582 = 99\,425$ eFt lesz, melyet a fennálló kötelezettségekkel (melybe a nemzetközileg elfogadott értelmezés szerint a passzív időbeli elhatárolások is beleértendő) csökkenteni kell, így jutunk el az átértékelt saját tőkéhez, azaz a vállalat aktuális vagyonerékéhez. Ez a 100%-os üzletrésznek a kontroll értékét is magában foglaló aktuális értéke. Az értékelés tárgyát azonban a 30%-os kisebbségi részesedés képezi. Erre a részesedésre arányosan a saját tőke teljes értékének 30%-a vetíthető. Ezt azonban a korábban kifejtett érvek miatt kisebbségi diszkonttal szükséges csökkenteni. A kisebbségi diszkont szokásos mértékét empirikus vizsgálatokra alapozva 20-30%-ban jelöltük meg. Jelen esetben a részesedés kisebbségi, de mértékadó, így ésszerűnek tűnik ezen intervallum középpontját, 25%-ot alkalmazni. Mindemellett a vállalat nem tőzsdei cég, hanem egy kicsi Kft, ami bizonyosan csökkenti az üzletrészei (főleg a kisebbségi üzletrészei) iránti keresletet. Erre tekintettel a fentebb kifejtettek alapján további 20% értékesíthetőség hiánya miatti diszkontfigyelembe vétele indokolt. A 30%-os üzletrész becsült értékének levezetése ezek alapján a 3. táblázat szerint történhet meg:

3. táblázat: A 30%-os üzletrész értékének levezetése

Megnevezés	Érték
Eszközök piaci értéke	99 425 eFt
– Kötelezettségek és passzív időbeli elhatárolások	36 082 eFt
= Saját tőke piaci értéke	63 343 eFt
× Értékelendő részesedés mértéke	30%
= Üzletrészre jutó saját tőke	19 003 eFt
Kisebbségi diszkont	25%
Értékesíthetőség hiánya miatti diszkont	20%
	$19\,003 * 0,75 * 0,8 =$
A 30%-os üzletrész becsült piaci értéke	11 402 eFt

A kapott eredmény jól szemlélteti a diszkontok jelentőségét az értékelési folyamatban: az értékelendő 30%-os részesedés saját tőke-arányos összege 19 003 eFt lenne, az üzletrész kisebbségi voltát, valamint az ebből és egyéb tényezőkből eredő alacsonyabb piacépességét kifejező diszkontok figyelembe vétele után azonban piaci értéként ennek alig több mint felét, 11 402 eFt-ot állapítottuk meg.

ÖSSZEGZÉS

A szerzők a vállalatértékelés területének két fontos problémáját helyezték középpontba. Az egyik ilyen probléma a nonprofit vállalatok értékelése, mellyel kapcsolatban megállapítást nyert, hogy az egyébként egyértelmű prioritást élvező hozamalapú értékelés (diszkontált cash-flow módszer) nem alkalmazható, helyette a vagyonalapú értékelési módszerek kerülnek előtérbe. A cikk által tárgyalt másik kiemelt probléma az értékelésnél használt diszkontok kérdése. A vállalatértékelési módszerek többsége a teljes vállalat illetve a 100%-os üzletrész aktuális piaci értékének megállapítására irányul. Azon értékelési helyzetekben azonban, amikor nem az egész vállalat, csak egy adott tulajdonos birtokában lévő kisebbségi részesedés értékét kívánjuk meghatározni, nem tekinthetünk el attól a tényről, hogy a kisebbségi részesedés birtokosa nem tud érdemben hatást gyakorolni a vállalati döntésekre, ami a befektetők szemében csökkenti az üzletrész értékét. Szintén foglalkozni kell azzal a jelenséggel, hogy a nem tőzsdei vállalatokban lévő üzletrészek potenciális vevőinek száma jóval alacsonyabb, a kisebb kereslet miatt pedig az érvényesíthető ár is alacsonyabb lesz. Ezeket a

tényezőket az értékelési modellekben diszkontok formájában lehet érvényesíteni. E diszkontok alkalmazása kisebbségi részesedések esetén az esetek többségében elkerülhetetlen, alkalmazásuk megvalósítja azt a józan ésszel is belátható elvárást, miszerint egy kisebbségi tulajdonrésze reálisan csak a teljes tőke rá vetített összegénél (olykor jelentősen) alacsonyabb érték állapítható meg.

A legfőbb következtetés tehát úgy összegezhető, hogy *egy nonprofit vállalatban lévő kisebbségi részesedés értéke nem más, mint a vagyontértékelési eljárással meghatározott teljes sajáttőke-érték tulajdoni hányadra arányosított részének megfelelő diszkontokkal csökkentett összege.*

HIVATKOZÁSOK

Beke J. – Budai E. (2007), *Számviteli alapismeretek és könyvelés*, Pécs:

Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar

Copeland, T., Koller, T., Goedhard, M., Wessels, D. (2005), *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, 4/e, New York: Wiley and Sons

Csapi V. (2013), „A reálopció-elmélet alkalmazása a villamosenergia-szektorban”, *Pénzügyi szemle*, 58 4, 481-94. old.

Csapi V. (2014), „Villamosenergia-portfóliók reálopció elemzése”, *Pénzügyi szemle* 59 4, 562-78. old.

Damodaran, A. (2002), *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets*, 2/e, New York: Wiley and Sons

Damodaran, A. (2011), *The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit*, New York: Wiley and Sons

Deutsch N. – Pintér É. (2014), „Tőkestruktúra vizsgálata az Európai Unió domináns villamosenergia-vállalatainál”, *Marketing és Menedzsment*, 48 különszám, 114-25. old.

Fernandez, P. (2002), *Company Valuation Methods. The most common errors in valuations*, Research Paper No. 449, IESE University of Navarra

Gilbert, A., Stewart, C. R. (2010), „Valuing Real Estate Fractional Ownership Interests”, *Insights Journal*, Summer, pp.80-92

Hanouna, P., Sharin, P., Shapiro, A. (2001), *Value of corporate control: Some international evidence*, USC Finance & Business Econ. Working Paper

Kuti M. (2011), „A kockázatosított cash flow, a pénzügyi flexibilitás és a finanszírozási korlát”, *Pénzügyi Szemle*, 56 4, 492-505. old.

Pintér É. (2013), „Épületek energiahatékonyságának pénzügyi értékelése – Társadalmi költség-haszon elemzés”, *Marketing és Menedzsment* 47 különszám, 28-35. old.

Schepp, Z. (2001), „Dollárbefektetők Magyarországon: forintban denominált részvények devizakockázata”, *Sigma*, 32 49-64. old.

Szerb L. – Márkus G. (2007), „A felsőoktatási környezet hatása a vállalkozói életpálya választására (Nemzetközi összehasonlító elemzés, 2006)”, *Közgazdasági Szemle*, 54 248-73. old.

Szűcs T. – Himber P. (2011), *Számvitel a gyakorlatban – Praktikus üzleti útmutató: A számviteli törvény részletes értelmezése és megfelelő alkalmazása gyakorlati példákkal, bevált mintákkal, megbízható esettanulmányokkal*, Budapest: Fórum Média Kiadó

Ulbert J. (2001), *A vállalat értéke*, Pécs: Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar

Ulbert J. (2011), „A DCF modellcsalád védelmében”, *Vezetéstudomány*, 42 7-8, 3-10. old.

Wiggins, C. D., Rosenberg, S. B. (2001), „Revisiting Valuation of Real Estate Partial Interests: Recent Case Studies”, *The Appraisal Journal*, 69 4, pp.404-10

Dr. habil. Takács András, PhD, egyetemi docens
takacsandras@ktk.pte.hu

Posza Alexandra, PhD hallgató
poszaa@ktk.pte.hu

Tóth-Pajor Ákos, PhD hallgató
toth-pajora@ktk.pte.hu

Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar
Pénzügy és Számvitel Intézet

Valuation of minority interests in nonprofit companies

AIM OF THE PAPER

When valuing a company, investors usually concentrate on the entire entity. However, in many situations the valuation does not focus on the 100% share but on a fractional interest. If the fractional interest to be valued is a minority interest then its value will be lower than the proportionate amount of the company's equity. One reason for this is that the minority owner cannot make much influence on the decisions in the company. Furthermore, due to this and to other factors, minority shares are obviously less marketable than majority shares. The appraiser faces even more problems when valuing minority shares of nonprofit companies, as in their case the mostly accepted and preferred valuation method (discounted cash flow approach) cannot be applied. This paper summarizes the significance and the application of different discounts used in valuation to handle the above stated problems, with a special attention to the case of nonprofit companies.

METHODOLOGY

Following a thorough literature survey, authors present a case study, which is based on the case of a real Hungarian company. However, having no authorization from owners to publish information about the firm, authors changed the company name and the numbers. The case study is aimed to give a help in understanding the quantitative effect of different discounts on company value.

MOST IMPORTANT RESULTS

First, the case study confirms that in case of nonprofit companies asset-based valuation techniques get priority against cash-flow discounting methods. Furthermore, calculation results show that the value of a minority share is significantly less than the proportionate part of the firm's shareholders' equity.

RECOMMENDATIONS

Although parts of this study (valuation methods, selecting the appropriate method, discounts) are already known in the literature, authors believe that the illustration and explanation of the valuation process through the case study creates value added.

Keywords: company valuation, net asset value, discounted cash flow, discount for lack of control, discount for lack of marketability, nonprofit company

Köszönetnyilvánítás

Jelen tudományos közleményt a szerzők a Pécsi Tudományegyetem alapításának 650. évfordulója emlékének szentelik.