

ULBERT József

## A DCF-MODELLCSALÁD VÉDELMEBEN

A gyakorlati adaptáció szempontjait szem előtt tartva a vállalatértékelési módszerek alkalmazhatóságát leginkább befolyásoló tényezők viszonylag jól beazonosíthatók. Ezeknek csak kisebb része vezethető vissza közvetlenül a módszertani feltételekre, nagyobb részük sokkal inkább az alkalmazás mikro- és makrogazdasági környezetrendszeréből táplálkozik. E tekintetben még ilyen halmozottan hátrányos közegben is, mint a mai hazai kkv-szektor, a klasszikus DCF-modellecsalád, véleményem szerint, semmivel nem rosszabb alkalmazkodási mechanizmusokat kelt életre, mint bármely más eljárás. Az egyedi értékelési esetekből általánosítható ajánlások fogalmazhatók meg a hazai terepen gyakorló értékelők számára.

*Kulcsszavak:* vállalatértékelés, discounted cash flow methods (DCFM), kkv-sajátosságok

Az utóbbi időben egyre gyakoribbak a hagyományos vállalatértékelési módszereket érintő kritikák a szakirodalomban. Különösen a kis- és közepes méretű vállalkozások értékelésével kapcsolatban merülnek fel elvi és elméleti, valamint módszertani és alkalmazási problémák. Meglátásom szerint ezek mindegyike első sorban inkább e szektor speciális sajátosságaira, illetve arra vezethető vissza, hogy a vállalatértékelés tárgyát képező vállalkozások működési közege gyengén fejlett, sok tekintetben nem hatékony tőkepiac.

Úgy vélem, hogy nem a módszertan egyébként ismert gyengeségei akadályozzák a gyakorlati adaptációt, azaz a DCF-modellecsalád semmivel nem rosszabb az empirikus tapasztalatok szerint, mint bármely más eljárás.

Természetesen nem vállalkozom arra, hogy minden elvi, módszertani ajánlást részletesen kidolgozzak, csak arra, hogy felvillantsak néhányat a legfontosabb adaptációs problémákból, amelyekkel az értékelő a hagyományosnak tekinthető DCF (Discounted Cash Flow) modellecsalád alkalmazása kapcsán találkozhat.

Nem tárgyalom az invenciózus és az elméleti művekben egyre divatosabbá váló újszerű metódusokat, mint amilyen az EVA (Stewart, 1991), vagy az MVA (Peterson – Peterson, 2002), illetve a pénzügyi értékelésből átvett reálopciók stratégiákat (Myers, 1984) sem.

A leszűkítés elsődleges oka nem a terjedelmi korlát, hanem az a gyakorlati szakmai meggyőződés, hogy ezek a módszerek nem vezetnek közelebb az értékelőt a valós benső értékhez, mint a hagyományosnak tekinthető metódusok.

Ezzel természetesen nem azt állítom, hogy a DCF-modellecsalád cizellált, modifikált változatai mindenhatóak lennének, a tárgyalandó problémák mindegyikére egyértelmű receptekkel tudnának szolgálni. Állításum mindössze annyi, hogy bizonyos megfontolások mentén a klasszikus módszerek alkalmassá tehetőek arra, hogy segítségükkel kielégítő módon kezelhetővé váljanak a tőkepiac fejletlenségéből és a kkv-k sajátosságaiból eredő problémák.

Ezt az állítást igyekszem a következőkben igazolni azzal, hogy a hazai kkv-sajátosságokat azonosítom, amelyek leginkább befolyásolják az értékelés-módszertani kérdéseket, majd ezek ismeretében ajánlásokat fogalmazok meg, amelyek a gyakorlati adaptációt javíthatják.

### A DCF-modellek alkalmazását meghatározó sajátosságok

Ezen specialitások rendkívül eltérő módon hatnak az adaptálható DCF-modellekre. Vannak köztük olyanok, amelyek kizárják az alkalmazás minden formáját: tipikusan ilyennek tekinthető a minden alternatív forgatókönyvre kiterjedő, tartós jövőbeli negatív hozam (Damodaran, 2006).

Vannak olyan specialitások, amelyek csak egy meghatározott módszertani konstellációban, meghatározott paraméterek esetén tesznek lehetővé értékbecslést: ilyenek tekinthetőek a jövőre vonatkozó forgatókönyvek és a hozzájuk szubjektív úton rendelt bekövetkezési valószínűségek.

Továbbá vannak olyan sajátosságok is, amelyek egyáltalán semmilyen módszertani „alkalmazkodást” nem igényelnek, legfeljebb a szokásosnál is körültekintőbb értékelés-módszertani adaptációt. Ilyennek tekinthető például a vállalkozás input és output oldali környezeti paramétereinek áttekintése, elemzése és az értékgeneráló tényezők (Rappaport, 2002) azonosítása.

Ez azzal jár együtt, hogy minden alább említésre kerülő tényezőt egyenként kell mérlegelni ahhoz, hogy megállapíthassuk, hogy a DCF módosított eljárásai közül melyik alkalmazható és milyen feltételekkel, azaz minden értékelés egyedi jellegű.

Csak a konkrét eset ismeretében dönthetünk arról, hogy van-e esély a DCF-modellcsalád valamely eljárásának alkalmazására vagy sem (Copeland – Koller – Murrin, 1999). Abban az esetben, ha valamilyen kizáró ok miatt nem látunk lehetőséget az alkalmazásra, kell azon gondolkodnunk, hogy mivel helyettesíthető a vállalati értékbecslés bevált módszere.

### Vállalati mérettartomány és tulajdonosi struktúra

A méret az áttekinthetőséget, a transzparencia lehetőségét és a modellezhetőség feltételeit egyaránt befolyásoló paraméter. Ha e feltételek bármelyike sérül, az rendkívüli módon megnehezíti a DCF-módszerek gyakorlati alkalmazásának lehetőségét.

*A kisebb mérettartományokban* – melyekre általában jellemző, hogy a tulajdonos és a menedzser személyében megegyezik, általában önfoglalkoztató jellegű 1-2 személyes családi vállalkozás – az értékbecslési folyamatot leginkább a vállalati és a működés környezeti adatainak hiánya, illetve megbízhatatlansága, valamint az *előrelátás és a stratégiai gondolkodás teljes hiánya akadályozza.*

Ugyanakkor a méret felülről is korlátozza a DCF-módszerek gyakorlati alkalmazásának lehetőségeit, ugyanis globális méretű, összefonódott vállalkozások esetében a belső elszámolások és a belső piac hatásainak következtében, valamint a bonyolult termék- és jövedelemutak szövevényes rendszerében értéktorzító hatások, párhuzamos értékelési lehetőségek keletkeznek, amelyek igencsak megnehezíthetik a tisztánlátást.

Nagyon lecsupaszítva arról van szó, hogy a jelenlegi érték jövőbeli hozamokra alapozott becslése a mikrovállalkozások és a multinacionális, globális nagyvállalatok esetében oly mértékű bizonytalansággal jár együtt, hogy az már a DCF alkalmazásának lehetőségét is gyakorta megkérdőjelezi.

A gyakorlati alkalmazást tekintve azonban más módszerek sem előnyösebbek, mint a DCF eljárásai, hiszen ezzel a problémával minden jövőorientált érték-

becslő módszer alkalmazója találkozik. Témánk szempontjából azonban a hazai kkv-szektor bír kiemelkedő jelentőséggel. E tekintetben egyértelműen leszögezhetjük, hogy a DCF-modellek kimondottan „kedvelik” a kis- és közepes méretű vállalkozásokat, mivel ez az a mérettartomány, amelyben a módszerek alkalmazásának feltételei adottak, a hozamok becsülhetők, a kamatláb és a kockázati pótlék testre szabható és az előrejelzés még áttekinthető környezeti feltételek mellett megvalósítható.

Ebben a vállalati körben általában még nem válik élesen szét a vállalatvezetés és a tulajdonlás. A menedzsment általában a tulajdonosokból kerül ki, így *információs aszimmetria nem jellemző.* Az érdekek összhangja éppen ezért viszonylag könnyen megteremthető (LaPorta – Lopez-de Silanes – Shleifer, 1999).

### A vállalkozás működési ideje, élettartama

Módszertani szempontból kívánatos, hogy az értékelésre kerülő vállalkozások rendelkezzenek legalább 2-3 éves múlttal, mert a hozamok előrejelzése során a múltbeli adatok kiindulópontul szolgálnak a jövőbeli hozamok becsléséhez.

Ez a módszertani követelmény az induló kis- és közepes méretű vállalkozások esetében sérül. Tekintettel arra, hogy ebben a legnagyobb elemszámú vállalati körben a metamorfózis egyes szakaszai az átlagosnál gyorsabban váltják egymást (az alapítás és a megszűnés valamilyen formája gyakoribb), így *a kkv-szektor vállalatai között relatíve több az olyan vállalat, amelynek nincs múltja, vagy az nem megfelelő hosszúságú* (Szerb és társai, 2004).

A DCF-eljárások alkalmazói éppen az ilyen viszonylag gyakran előforduló esetekre különféle módszertani módosítással reagáltak:

- A viszonylag fejlett tőkepiacokkal rendelkező országokban ezen értékelési szituációkra ajánlott az összehasonlító vállalat keresése, amelynek múltja és a folyamatos tőkepiaci megmértetés miatt állandóan alakuló árfolyama van (Damodaran, 2006). Amennyiben az összehasonlíthatóság feltételei adottak (hasonló tevékenységi kör, hasonló méret, azonos kockázati besorolás), úgy „már csak” arra van szükség, hogy az életciklus bizonyos állomásai azonosíthatók legyenek, így adható becslés az értékelni szándékozott vállalatra. Ez a módszer a hazai fejletlen tőkepiaci körülmények mellett, összehasonlító vállalatok hiányában, egész egyszerűen nem alkalmazható. A hazai értékelők éppen ezért sajátos módszertani módosításokat alkalmaznak.

- Az egyik tipikus módszertani válasz az ilyen szituációt pótlólagos kockázati elemnek tekintti, vagyis azt az ismert és másutt is alkalmazott kockázati pótlékolás során veszik figyelembe az értékelők, azaz olyan tényezőként, amely hozzájárul az egyéb kockázati faktorokhoz, tehát a diszkonttényezőt növeli, és ennek következtében az értéket csökkenti.
- A másik lehetőség, amellyel a probléma kezelhető, hogy az előrejelzések több verzióban készülnek, azaz a jövőbeli hozamok becslése során nem a múltbeli adatok képezik a kiindulópontot, hanem a működés környezeti paramétereit. E paraméterek eltérő kombinációi alternatív hozam-előrejelzéseket képesek létrehozni úgy, hogy a hozamok múltbeli céges adatok nélkül is nyerhetőek legyenek.
- Végül, de nem utolsósorban azt is meg kell említeni, hogy a gyakorlati alkalmazások során mindkét fent említett megközelítést kombinálni szokták, azaz a megnövekvő bizonytalanságot a hozamokban és a kamatlámban is figyelembe veszik. Ennek viszont az lesz a következménye, hogy az értékelés végeredménye nem egy becsült vállalati érték, hanem egy, az értékelő team által elfogadott érték-tartomány lesz, amely csak további egyedi megfontolások segítségével szűkíthető tovább.

## A vállalkozás tevékenységi köre

Az értékelendő vállalkozás ágazati besorolása és tevékenysége általában csak extrém esetekben okozhat módszertani alkalmazási problémákat. Ilyen extrém esetnek tekinthető, ha a vállalkozás például egy eddig még nem létező tevékenységi körrel rendelkezik, vagy hozamainak egy része a szürkegazdaságban keletkezik, illetve ha a tevékenységi kör szerteágazó, heterogén.

Mindhárom esetre ismerünk gyakorlati példákat, amelyek a következő megfontolásokat veszik figyelembe:

- Az új vagy újszerű tevékenységi körrel rendelkező vállalkozások – spin-off cégek – értékelése során előtérbe kerülnek azok a módszerek, amelyek az eszközök értékéhez képesti többletértéket a cég emberi erőforrásainak hozamtermelő potenciálja alapján vezetik le. Az összehasonlító vállalat hiánya ebben az esetben sem elhanyagolható módszertani problémákat vet fel, amelyekkel később bővebben foglalkozunk.
- Ebben a szektorban a szürkegazdaság szerepe minden ismert statisztika alapján hazai specialitásként

nem elhanyagolható. Korrekt vállalati értékbecslés ilyen szituációban akkor és csak akkor adható, ha a hozamokból kiszűrhetők a gyanús elemek, azaz csak a szokványos tevékenységi körbe tartozó hozamelemeket vesszük figyelembe az előrejelzéskor. Ilyen esetekben felértékelődnek a hozamtisztítás alkalmazásra kerülő korrekciói, amelyek az értékelő szakmai tapasztalataira bízják, mely hozamelemek maradnak az elszámolásban és melyeket tekintünk nem szokványos jellegűnek.

- A tevékenységi kör heterogenitása szintén megnehezíti a hozamok előrejelzését, hiszen többnyire belső elszámolási rendben alapul, gyakran nehezen követhető az input és az output, a vállalaton belüli jövedelemáramlási irányok nem mindig feleltethetők meg a belső szolgáltatásoknak. Ezen esetekben célszerű divíziókénti vizsgálatot végezni és a belső szinergiahatásokat külön értékelni. Ez azt jelenti, hogy a vállalat által létrehozott, megtermelt hozam ilyen esetekben a divíziók egyenkénti hozamösszegét meghaladó mértékű. Éppen annyival, amennyi a szinergiahatások miatti hozamtöbblet periódusonkénti értéke.

Bármelyik problémával találkozunk, mindig arra kell törekedni, amennyiben ez lehetséges, hogy összehasonlítható adatokat gyűjtsünk, azaz benchmarkot találjunk. *Leginkább a jövedelmezőségi elvárások közelíthetők benchmarkokkal, hiszen az alternatív befektetésekkel elérhető hozamráták minden befektető számára mérvadóak.* Legfeljebb a kockázati pótlékolás tartalmazhat szubjektív elemeket, amelyek a befektetők kockázati attitűdjétől függenek.

## Az emberi erőforrások jövedelemtermelő potenciálja

A hagyományos vagyonértékelésen alapuló vállalatértékelési eljárások az emberi tőke többletérték-teremtési potenciáljával nem tudtak mit kezdeni. Éppen az a megfigyelés hívta életre a hozamértékelési eljárásokat, amely arról tudósított, hogy a vállalati tranzakciók nagy része már nem vagyonértéken zajlik, hanem attól magasabb értéken cserélnek gazdát a vállalatok.

*A többletérték pedig egyértelműen attól keletkezik, arra vezethető vissza, hogy a rendelkezésre álló emberi erőforrás hogyan hasznosul,* illetve a vagyontárgyakat milyen hatékonysággal mozgatja a humán tőke.

A kérdés ma már sokkal inkább az, hogyan mérhető a humán tőke hatékonysága, azaz pontosan mekkora az a többletérték, amit az emberi erőforrás az eszközök értékéhez hozzátesz (Juhász, 2004).

E kérdés különösen élesen merül fel a kkv-szektorban, hiszen itt sokkal nagyobb szerepe van az emberi erőforrásoknak az értékteremtésben. Ebben a szektorban az a helyzet, hogy a tárgyi eszközökben megtestesülő vagyontárgyak szerepét a humán tőke, különösen annak innovativitása veszi át (Czipf, 2008).

Az értékteremtés folyamatában – bizonyos a kkv-szektorra jellemző tevékenységi körök esetén különösen – az emberi erőforrás szerepe kiemelkedő jelentőségű. Gondoljunk csak arra, hogy ma már néhány számítógéppel olyan termelési értéket képesek kkv-k is előállítani, mint korábban komoly eszközigénnyel rendelkező ágazatokba sorolt, nemzetközi mércével mért nagy cégek.

Többféle, a DCF-modellcsaládba sorolható módszertani ajánlás is megjelent a tudásgazdaság felismerésének folyamányaképpen az utóbbi néhány év-tizedben. Ezen módszertani módosítások egy része azzal próbálkozik, hogy az emberi erőforrások értékét áttemelje a vagyommérlegekbe (Giles – Robinson, 1972), így fejezze ki azok értékteremtési potenciáljának mértékét.

A másik irányzat a jövőbeli hozamokon belül próbálja elkülöníteni az emberi erőforrás hozzájárulását, pontosabban a működés környezeti hatásait és az emberierőforrás-hatásokat egymástól (Standfield, 2002). Ez utóbbi a DCF-modellcsalád modifikált változatának tekinthető, míg az előbbi megközelítések kiindulópontja inkább menedzsment-szakterületeket érint.

E problémakör hazai sajátosságai nehezen követhetőek az értékelő számára, hiszen a vállalkozás tevékenységi köreinek ellátásához szükséges képzési és oktatási rendszerre vezethetők vissza. E tekintetben egyedi jellegűek, vállalatokra specializáltak, kevés általánosítható momentum látszik bennük.

### Értékteremtő tényezők, növekedési kilátások

Az értéket meghatározó tényezők között természetesen nemcsak a vállalkozáson belüli értékteremtő tényezőket kell figyelembe venni, hanem a működés környezeti közegét is. E tekintetben az értékbecslési módszerek gyakorlati alkalmazását az könnyíti meg leginkább, ha az értékelésre kiszemelt cég stabil piaci közegben, input és output oldalról egyaránt hosszú távon biztosított szerződéses partnerekkel tevékenykedik.

Ha a piac kiszámítható, és hosszabb távon is biztosított a kereslet, valamint a piacra lépés a potenciális versenytársak számára valamilyen oknál fogva nehéz, akkor a jövőbeli hozamok problémamentesen előre jelezhetőek.

Ez a helyzet a kkv-szektor vállalkozásaira általában nem jellemző. Különösen nem a hazai közegben.

(Szerb – Ulbert, 2002). A működési közeg átlagon felüli bizonytalansága olyan pótlólagos kockázati tényező, amelynek meg kell jelenni vagy az előre jelzett hozamokban, vagy a kockázati pótlékolásban.

Ezért *különösen fontos, hogy a jövőbeli hozamok előrejelzése során a külső és a vállalaton belüli értékteremtő tényezőket beazonosítsuk, azok hatásmechanizmusát modellezzük, és ezekből vezessük le a jövőre vonatkozó feltételrendszer mentén az eltérő forgatókönyveket. A forgatókönyvek elsősorban a jövőbeni növekedési potenciál eltérő kifutási lehetőségeit tesztelik meg, így az életciklusra, valamint a konjunktúrára vonatkozó értékelői megállapítások ilyen esetekben fokozott figyelemmel kezelendők.*

A mérlegekből és eredménykimutatásokból kalkulálható szokványos mutatókon túl (eszközök és források összetételének vizsgálatára vonatkozó mutatószámok, jövedelmezőségre vonatkozó vizsgálatok, likviditásra vonatkozó elemzések) a komplex átvilágítások során a kkv-szektorban végzett értékbecslésekkor a növekedési potenciál, valamint a működés és finanszírozás kockázati tényezőinek kiemelt szerepe van (Bélyácz, 1997).

*A vállalati növekedés eszköze a beruházás.* Minden vállalat beruházások sorozataként fogható fel, ebben az értelemben a vállalatok ugyanúgy viselkednek, mint bármely más termék. Növekedési pályájuk, életciklusuk van. Különösen a kkv-szektorban fontos annak megállapítása, hogy az értékelendő vállalat életciklusának mely szakaszában van, hiszen a jövőbeli hozamok is a növekedési pályákat követik.

A vállalatokkal szemben ezért a tulajdonosok minimális jövedelmezőségi elvárásokat támasztanak, csakúgy, mint a beruházásokkal szemben a kivitelezők. A beruházási döntésekhez szorosan köthetőek a finanszírozási döntések is, amelyek viszont felvetik a vállalati kockázat kérdését.

Ezek miatt a beruházási és finanszírozási döntések mindig együtt kezelendők: a növekedés jó közös nevező, mert minden szereplő érdeke, ugyanakkor nem cél, hanem eszköz. A növekedés kérdése csak a finanszírozással és a kockázattal együtt tárgyalható.

A legfontosabb, környezeti modulból és átvilágításból eredeztethető értékgeneráló tényezők igen szer-teágazó paraméterek lehetnek, aszerint, hogy a vállalkozás tevékenységi körei milyen széles spektrumot ölelnek fel.

Bármily heterogén is legyen a tevékenységi kör, az *értékteremtő tényezőkkel szemben támasztott követelmény, hogy azok lehetőség szerint mérhetőek legyenek és értéktartományuk jól tervezhető legyen.*

Az eddig leírtakból reményeink szerint az olvasható ki, hogy a kkv-szektorba tartozó vállalkozások érté-

kelésekor a környezeti tényezők és a vállalati belső és külső értékteremtő faktorok hatásmechanizmusainak érvényre jutása nem mindig egyértelmű, illetve kiemelkedő bizonytalanságokat hordoz.

A vállalat és a környezet szempontjából jelentkező bizonytalanságot kiegészíti az értékelő és a döntéshozó bizonytalansága olyan szubjektív elemként, ami a nem kellő informáltságra vezethető vissza.

## Értékelési szituáció

Minden vállalatértékelési procedúra alapja az értékelés indoklottsága, azaz hogy miért kerül sor az értékelésre. Ez a módszer megválasztása miatt és az értékelő személyes szerepe okán lett igen fontos tényezője a gyakorlatnak.

Legegyszerűbben kezelhető és a gyakorlatban is előforduló szituáció, mikor az értékelésre azért kerül sor, mert a kereslet és a kínálat ugyan megtalálta egymást, tehát egyszerű adásvételi helyzet alakult ki, viszont az ellenérdekeltek nem tudnak megállapodni az árban, így közösen felkérik egy szakértőt az értékbecslésre.

Ebben az esetben a szakértő feladata az objektív értékítélet és a vevői és eladói határárak meghatározása. Amennyiben ezeknek van közös halmaza, akkor vélhetően létrejöhet a tranzakció, ellenkező esetben a közvetítés eredménytelen marad.

Ez tipikus esetnek tekinthető a gyakorlatban, jól bevált módszertani válaszokkal rendelkezünk az ilyen szituációkra, ezért nincs okunk eltérni ezektől a későbbiekben. Minden ettől eltérő helyzetet egyedinek tekintünk, amire egyedi válaszokat kell adni.

A kkv-szektorban igen gyakoriak ezek az „egyedi” szituációk, ezért ki kell emelnünk egy fontos, közös sajátosságot ezekből a speciális esetekből. Bármely oknál fogva történik az értékelés, azaz bármi legyen is az értékelési helyzet, az értékelés folyamatában központi szerepet a vevő motívumrendszere kap.

E tekintetben az egyszerű adásvételi helyzetek sorából a megemlékezés szintjén ki kell emelnünk azokat a helyzeteket, amelyekben a vevő nem a jövőbeli hozam-szerzésére tesz kísérletet, hanem eszközt vagy piacot vásárol.

Ez tipikusan az a két eset, amelyben a hozamértékelés metódusai csődöt mondanak, és előtérbe kerülnek az eszközalapú (asset based), ún. vagyonértékelési módszerek.

Ha a vevő célja az eszközvásárlás, akkor nem a vállalat egésze mint önálló entitás iránt érdeklődik, hanem annak bizonyos, vagyontárgyakban megtestesült eszközei iránt. Tipikusan előforduló eset például, ha

egy cég rendelkezik egy frekvenciált helyen valamilyen ingatlannal, amit a vevő meg akar szerezni. Ebben az esetben a cég megvásárlásának indítéka nem maga a vállalat birtoklása, hanem az ingatlan birtoklása, amihez egyszerűbben és olcsóbban (illetékek, egyéb költségek és díjak kedvezőbbek) juthat a vevő a cég megvásárlásával, mint az ingatlan megvásárlásával.

Ilyen esetekben az értékelés alapja nyilván nem a jövőbeli hozam lesz, hanem az ingatlan értékfoglalmi becsléséhez igazodik a cég vételára.

Hasonlóképpen bizonyos piacszerzési tranzakciók esetében sem a jövőbeli hozam megszerzése a fő motiváló erő. Ilyen szituációk olyannyira egyedi mérlegelési lehetőségekkel járnak, hogy általánosítható tanácsokkal, ajánlásokkal kevésbé tudunk szolgálni.

## Módszerválasztás, eljárások alkalmazási problémái

A kkv-k értékbecslése során az értékelőknek a korrekt módszertani alkalmazásokra törekedve az alábbi kérdéseket kell megválaszolniuk: milyen módszerrel és milyen időtávra történjen az előrejelzés, mit értsünk hozam alatt, hogyan történjen az adekvát kamatláb mint minimális jövedelmezőségi elvárás hozzárendelése, azaz mennyi a méltányos kockázati pótlék, és végül, de nem utolsósorban, hogy milyen DCF-eljárást alkalmazzunk?

A kkv-sajátosságokra koncentrálni kell, hogy mondjuk, amennyiben a fázismódszerek alkalmazásának feltételei adottak, úgy semmilyen specialitással nem szolgálnak az ajánlott intuitív előrejelzési technikák.

Amennyiben viszont sérülnek a fázismódszerek gyakorlati alkalmazási feltételei, úgy sajátos technikákra van szükség a jövőbeli hozamok meghatározásához, amelyek egyedivé tesznek minden esetet.

Leggyakrabban a múlt hiánya – nem megfelelő hosszúságú idősor – és a nem tervezhető, nem előre látható jövőbeli hozam problematikájával szembesülnek az értékelők. Ilyen esetekben a szokványos módszertani ajánlások egy részével szakítani kell. A jövő ugyanis nem vezethető le a múltból.

Az alkalmazandó módszer ezekben az esetekben az alternatív jövőképek, forgatókönyvek rendszere, az ún. forgatókönyv-analízis. Az értékelő a környezeti modul és a komplex átvilágítás eredményeit, azaz az értékteremtő tényezőket azonosítja, azok lehetséges értéktartományait kalibrálja.

Ezt követően a paraméterek jövőbeli alakulására nézve különböző feltevéseket fogalmaz meg, azaz definiál 2-3 alternatív jövőképet, amelyek egymástól abban térnek el, hogy az értékalkotó paraméterek különböző konstellációkba tömörülnek.

A paraméterek elfogadási tartományának alsó és felső határértékeiből vezethetők le azok a jövőbeli forgatókönyvek, amelyek a cég számára a lehető legkedvezőbb és legkedvezőtlenebb – értsd az értéket maximalizáló vagy minimalizáló, azaz optimista vagy pesszimista – jövőképet vázolják.

Az értékelő feladata ezen az intervallumon belül a számára elfogadható, reálisnak tartott jövőképet parametrizálni, mert hozamoldalról ebből vezethető le a vállalat értéke. Így összességben három jövőre vonatkozó forgatókönyv, azaz a fenti megfontolások bázisán három alternatív hozamsor készül, amelyekben az összes korábban tett megállapítás szintetizálódik.

*Az előrejelzés időhorizontját a rendelkezésre álló múltbeli adatok időtávja, valamint a tulajdonosok és a menedzserek, illetve az értékelő stratégiai gondolkodása határozza meg.* A kkv-szektorbeli értékelésekkor gyakran csak az utóbbi tényező befolyásolja az előrejelzés időhorizontját.

Más tekintetben sajátosságok nem azonosíthatók. Ajánlott a jövőt legalább két fázisra osztani. Az első fázis, a viszonylag jól látható és tervezhető közeli jövő időhorizontja: szokványosan 2-3 esztendő. E fázisban szubjektív, intuitív technikák vannak jelen: a hozam előrejelzése az értékteremtő tényezők hatásmechanizmusainak felismerésén és alkalmazásán alapul.

Ezt követi a távolabbi jövő kijelölése, ami további fázisokra osztható. A hozamsor végtelenbe történő kivetítésének alkalmazott módszerei pedig semmilyen specialitással nem rendelkeznek.

Amennyiben a forgatókönyvek és a hozzájuk rendelt bekövetkezési valószínűségek, illetve valószínűség-intervallumok előálltak, már a szokványos menetrend mentén haladhat az értékelő tovább, azaz adekvát diszkontláb segítségével az alternatív hozamsorok jelenlegi értékeit meghatározhatja.

Nem mehetünk el szó nélkül amellett sem, hogy hogyan azonosítható a hozam mint az értékelés alapjául szolgáló információ. A hozamértelmezések könyvtárnyi szakirodalmából ismételten csak azokat a momentumokat emeljük ki, amelyek a DCF-módszerek kkv-szektorbeli alkalmazása során gyakran különös jelentőséggel bírnak.

A hozamok értelmezése terén alapvetően két, módszertani szempontból is meghatározó jellegű irányzat figyelhető meg a DCF-modellcsaládon belül is. Amennyiben a teljes vállalati érték meghatározása a cél, majd ebből vezeti le az értékelő a részvénytulajdonosi értéket, akkor első lépésben a FCF F (to the Firm) levezetésére kerül sor, amiből az idegen tőke értékreszéne (D) levonása után jutunk el a saját tőke értékéhez (E).

A sorrend természetesen lehet fordított is: ekkor első lépésben a FCF E (to the Equity)-ből kalkuláljuk a saját tőke értékét (E), amihez hozzáadjuk az idegen tőke értékét (D), és kapjuk a teljes vállalati értéket.

Módszertani szempontból ekvivalens megoldásokról van szó, de az input adatszükségele mindegyiknek más. Ha a teljes megtermelt hozamból (FCFF) kalkulálunk vállalati értéket, akkor az idegen tőke hatásaitól nem kell megtisztítani a hozamokat, a korrekciós tényezők csak a nem szokványos tételekre vonatkoznak (Takács, 2008).

A hazai kkv-szektorban ez a módszertani sajátosság kevésbé jellemző, mivel a szektorba sorolt vállalkozások idegentőke-szükségletét elsősorban nem a tőkestruktúra-optimalizálás elvárásai befolyásolják. A tulajdonosok számára a folyó működésen túli tőkeakkumuláció idegenforrás-szükségele nem optimalizációs kérdés. Ez a szektor ugyanis csak az utóbbi néhány évben került a hazai bankok látókörébe.

A hozamok múltbeli alakulásának elemzése, a rövid távú előrejelzésekkel együtt, megalapozott forgatókönyvek mentén általában lehetőséget nyújt arra, hogy bármely hozamértelmezés bázisán intuitív technikák és statisztikai módszerek alkalmazásával hosszabb távú előrejelzéseket adjunk.

Ha a hozamok előrejelzése megtörtént, már csak az adekvát kamatlábra van szükség. A kockázatkezelés a vállalatértékelés módszertani útmutatóiban (Ulbert, 2003) alapvetően két módon lehetséges. A hozamokban történő kezelés ún. biztonsági ekvivalensek segítségével történik. Ezzel a lehetőséggel gyakorlati alkalmazási nehézségei miatt nem kívánunk foglalkozni.

A másik irányzat viszont kimondottan sikeresen alkalmazható a kkv-szektorba tartozó vállalkozások értékelésekor. Eszerint *a kockázat a diszkontlábba épül be, pótlólagos faktorként, azaz kockázati pótlék formájában.*

A kockázati pótlék meghatározására két módszer ismerünk:

- A tőkepiaci modellek (elsősorban a CAPM) segítségével történő, kockázati szegmensekre lebontott pótlékolási eljárás során (amerikai irányzat) azzal a feltevessel élnek az értékelők, hogy az alkalmazott modell feltevései az adott értékelési szituációban megállják a helyüket.
- A másik megközelítés a kockázati pótléket nem tőkepiaci benchmarkokhoz, illetve modelleredményekhez köti, hanem annak meghatározását az értékelő szakértelmére bízta (német megközelítés).

Mindkét megközelítésnek vannak előnyei és hátrányai. A viszonylag fejletlen tőkepiacokon, ahol tőzs-

dén jegyzett összehasonlító vállalatokat nem, vagy csak elvétve találnak az értékelők, igen gyakran nem alkalmazhatók a CAPM feltételei, vagy azok alkalmazása megoldhatatlan szakmai problémákat eredményez (például: negatív kockázati pótlék).

A hazai gyakorlati tapasztalat azt mutatja, hogy a tőkepiaci modelleken alapuló megközelítések a kkv szektorban, azok kiemelkedő kockázata és a tőkepiaci fejletlensége miatt nem alkalmazhatók.

Ez csak megerősíti korábbi megállapításainkat, hogy az értékelők szakmai tapasztalatai még akkor is meghatározó jellegűek, ha a kockázatipótlék becslésének folyamatában ezzel óhatatlanul megjelennek szubjektív elemek is.

A kérdés ettől kezdve az, hogy miként csökkenthető a kockázati pótlék szubjektivitása? Világosan látni kell, hogy egzakt algoritmusok ebben a megközelítésben nincsenek, tehát a DOL, vagy a DFL, esetleg a DTL értékeihez nem tudunk egyértelmű kockázati pótlék-levezetésekkel rendelni, azok értékeihez nem rendelhetők egyértelműen kockázati pótlékek.

*A pótlék becslése során az értékelő szubjektuma teljes egészében nem zárható ki*, mégis vannak apró szakmai trükkök, amelyek segítségével ez a nem kívánatos hatás legalábbis részben kiküszöbölhető.

Az első ilyen kézzelfogható lehetőség, ha ezt a becslést nem egy személy, hanem egy szakmai konzorcium végzi, amely figyelembe veszi a tulajdonosok minimális jövedelmezőségi elvárásait csakúgy, mint a tőkepiaci összehasonlítási lehetőségeket, mint amilyenek az ágazati jövedelmezőségi mutatók, vagy a versenytársak által elért jövedelmezőségi ráták.

Ezt saját elemzések eredményével egészítik ki, amelyben igen fontos szerepe van a vállalati kockázati mutatók időbeli alakulásának, valamint azon elemzéseknek, amelyek a kockázati szegmensek jövőbeli alakulására vonatkoznak.

A szakmai tapasztalaton alapuló, körültekintő mérlegelésen túl van egy technikai lehetőség is a kockázati pótlék becslésére. E megközelítés nagyon hasonlít a valószínűségek hozzárendelésére.

Az ötlet lényege, hogy a kockázatmentes rátára nem egy konkrét kockázati pótlék kerül, hanem egy a szakértő csoport által elfogadott kockázatipótlék-intervallum. Szakmai szempontból sokkal könnyebben védhető, ha a szakértő azt mondja, hogy a kockázati pótléket elfogadási tartományban rögzíti, mint ha egy adott számmal jellemzi.

Ez a megoldás ráadásul azzal az előnnyel is rendelkezik, hogy viszonylag könnyen vizsgálhatóvá válik, a vállalat értéke milyen mértékben reagál a kockázati pótlék egységnyi változtatására.

Tulajdonképpen *rugalmasságvizsgálatot kell végezni, aminek az a célja, hogy a vállalati érték kockázatipótlék-rugalmasságát kontrolláljuk*. Amit hozamrugalmasság-vizsgálatként elvégzünk az alternatív jövőbeli állapotokkal (három forgatókönyv), azt a kockázatipótlék-intervallumok segítségével egészíthetjük ki a nevezőben, azaz a diszkontlábak oldaláról.

Az ilyen jellegű rugalmasságvizsgálatok végeredménye egy vállalatiérték-tartomány lesz, amin belül az értékelő bizonyos piaci és egyéb információk birtokában különböző megfontolásokat figyelembe véve intervallumszűkítéseket hajthat végre.

Gondoljunk olyan esetekre, amikor mondjuk egy kft. értékét becsüljük, de a tranzakció nem meghatározó tulajdonrész megszerzésére irányul, hanem az üzletrészek egy hányadának értékét becsüljük.

Ilyen esetekben általában az egyszerű arányosítás nem működik, azaz egyáltalán nem mindegy, hogy melyik üzletrészről van szó, az első 10% megszerzéséről, vagy arról a 10%-ról, amely többségi tulajdonossá teszi a vásárlót. Hiába értékelünk korrekt módon, ha azt a gyakorlat nem igazolja vissza.

Mindezen adaptációs problémákat tetézi, hogy az értékelő módszerválasztási szempontjai önmagukban is hatást gyakorol(hat)nak az értékre, még akkor is, ha módszertani szempontból azonos modelleszaládba tartozó metódusokat alkalmazunk és megoldjuk az összes, korábban felsorolt módszertani problémát.

Az entitás DCF-modelleszaládba sorolt WACC és APV megválasztásának kérdése például örökös dilemma az értékelők számára, hiszen ahhoz, hogy a két módszer azonos eredményeket hozzon, olyan feltételek egyidejű fennállására van szükség, amelyek a gyakorlattól meglehetősen távoliak:

- a hitelezés kockázatmentes tevékenység, azaz a hitelkamatláb a kockázatmentes ráta,
- az idegen tőke kamatának minden pótlólagos egysége adómegettakarítást okoz,
- az adómegettakarítás mértéke előzetesen ismert,
- a vállalatfinanszírozás politikai irányultsága előzetesen ismert és időben nem változik, azaz tudjuk, hogy Debt fixed vagy Debt rebalanced technikát alkalmaz,
- ismert a sajáttőke-költség, és így tovább.

E hevenyészett és bizonyára nem teljes körű felsorolásból is látszik, hogy a módszerek gyakran olyan előzetes kimondott vagy kimondatlan feltételezésekkel élnek, amelyek önmagukban is képesek akadályozni a gyakorlati adaptációt.

## Összegzés

A vállalatok értékelésére kidolgozott módszerek állandó fejlődésen mennek keresztül. A fejlődés mértéke és iránya sok tekintetben lenyűgöző. A második világháború óta a súlypont áttevődött a vagyoneértékelés eljárásairól a hozamalapú értékelési eljárásokra.

Ezzel a súlypont-áthelyeződéssel azonban újabb gyakorlati adaptációs problémák keletkeztek. A 70-es, 80-as évekre meghonosodott diszkontált cash flow alapú módszereket, azok feltételrendszere miatt, számos kritika érte. Az észrevételek egy része a modellcsaládon belüli apróbb-nagyobb módosításokkal rugalmasan orvosolható, ugyanakkor a 90-es évekre a megújítás igénye több újszerű módszert is létrehozott.

Az új módszerek gyakorlatba történő átültetése azonban legalább annyi új keletű problémát generál, mint a megszokott metódusok teste szabása, így a gyakorlati szakemberek számára egyáltalán nem triviális, mikor milyen módszer alkalmazása látszik célszerűnek.

Halmozottan hátrányos helyzetben azok a tanácsadók és értékelők vannak, akik olyan cégeket értékelnek, amelyek sajátos működési közege nem teszi lehetővé az új vagy újszerű módszerek alkalmazását, sőt azon módszerek sikeres adaptációja is megkérdőjeleződik, amelyek évtizedek óta bizonyítottak fejlett tőkepiaci körülmények között.

Összegzésként megállapíthatjuk, hogy a kkv-szektor sajátosságai és a DCF-módszerek gyakorlati alkalmazási követelményei általában összhangba hozhatók.

Ideáltipikus esetben a DCF-eljárások az alábbi tulajdonságokkal rendelkező cégek értékelésére alkalmasak:

- a cég a 10-250 fő közötti foglalkoztatotti létszám-kategóriában transzparensten és tartósan nyereségesen működik,
- az érettség szakaszát elérte, viszonylag stabil piaci és szabályozási környezetben tevékenykedik,
- legalább 3-4 éves múltat tekint vissza (lezárt üzleti éveinek száma 3-4),
- homogén (lehetőség szerint termelő) tevékenységi körrel rendelkezik,
- eszközeit hatékonyan működtetni képes humán erőforrásokkal rendelkezik,
- klasszikusan adásvételi helyzetben történik az értékelés.

Meggyőződésem szerint az előzőekben vizsgált közegekben várhatóan még elég sokáig a hazai módszertani adaptáció a hagyományos DCF-modellcsaládra kon-

centrálódik, mert ez teremti meg leginkább, leghatékonyabban a rugalmas alkalmazás feltételeit.

Tekintettel arra, hogy hazánkban alig két évtizedes múltat tekint vissza a vállalatok értékelése, így a gyakorlati alkalmazás során nem kell tartani attól, hogy a megcsontosodott módszerekhez minden áron ragaszkodnak az értékelők, azaz jól megfigyelhető az újra való nyitottság.

Ugyanakkor viszont azt is látni kell, hogy a szürkegazdaság sok formája, valamint a benchmark hiánya a hazai kkv-szektor értékelésekor olyan módszertani alkalmazkodási mechanizmusokat kelt életre, amelyek sok tekintetben sajátosnak, de nem egyedinek tekinthetők.

## Felhasznált irodalom

- Bélyácz I.* (1997): Tőkeberuházási és finanszírozási döntések, Egyetemi Kiadó, Pécs
- Copeland, T. – Koller, T. – Murrin, J.* (1999): Vállalatértékelés, Panem-Wiley, Budapest
- Czipf Cs.* (2008): Az emberi érték szerepe a vállalatértékelésben, PHD Értekezés Tervezet, Pécs
- Damodaran, A.* (2006): A befektetések értékelése, Panem, Budapest
- Giles, W.J. – Robinson, D.* (1972): Human Asset Accounting. Institute of Personnel Management, London
- Juhász P.* (2004): Az üzleti és könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata. PHD Értekezés, Budapest
- LaPorta, R. – Lopez-de-Silanes, F. – Shleifer, A.* (1999): Corporate Ownership around the World, JoF. April
- Myers, S.C.* (1984): Finance Theory and Financial Strategy. Interfaces 14, 1984/January-February
- Peterson – Peterson* (2002): Company Performance and Measures of Value Added Study Program, Schweser, La Crosse
- Rappaport, A.* (2002): Tulajdonosi érték. Alinea, Budapest
- Standfield, K.* (2002): Intangible Management. Academic Press, New York
- Stewart, G.* (1991): The Quest for Value: A Guide for Senior Managers. Harper Collins, New York
- Szerb, L. – Ulbert, J.* (2002): Kis- és közepes vállalatok növekedési potenciáljának alakulásáról. Vezetéstudomány, 2002/7–8.
- Szerb, L. – Ács, Z. – Varga, A. – Bodor, É. – Ulbert, J.* (2004): A Global Entrepreneurship Monitor. In: Gazdasági szerkezet és versenyképesség az EU-csatlakozás után, Pécs, PTE
- Takács A.* (2008): A Free Cash Flow-tól a szabad pénzáramig. Vezetéstudomány, 2008/10.
- Ulbert J.* (2003): Kockázatkezelés a vállalatok értékelésekor. Pénzügyi Szemle, 2003/2.