

TAKÁCS András

## A FREE CASH FLOW-TÓL A SZABAD PÉNZÁRAMIG

A diszkontált cash flow (DCF) alapú vállalatértékelési elmélet egyik központi kategóriáját képezi a vállalat tőkejuttatói (tulajdonosai és hitelezői) által elérhető szabad pénzáramlás, melyet az angol nyelvű szakirodalom Free Cash Flow-nak nevez. A Free Cash Flow fogalma és definíciója már régóta jelen van a magyar szakirodalomban is. E tanulmány megírásakor az a cél vezérelte a szerzőt, hogy az eddigiekben publikált „magyarított” modelleket kiegészítve, illetve tovább finomítva, kidolgozzon egy teljes részletezettségű, a magyar számviteli sajátosságokra épülő számítási sémát, melynek segítségével a Free Cash Flow tökéletes pontossággal meghatározható lesz a magyar számviteli kimutatásokból.

**Kulcsszavak:** szabad pénzáramlás, Free Cash Flow, számvitel

A vállalatértékelési eljárások között a diszkontált cash flow (DCF) koncepció mind elméleti, mind gyakorlati szempontból kiemelt szerepet tölt be. Az elméleti munkák szerzői a DCF-eljárások legnagyobb előnyét abban látják, hogy e modellek a vállalat értékét a jövőbeli jövedelemtermelő képességből eredeztetik, és eközben számításba veszik a pénz időértékét is. Emellett több kérdőív kutatás kimutatta, hogy a vállalati menedzserek a gyakorlati alkalmazás során is a cash flow szemléletű módszereket részesítik előnyben (pl. *Graham–Harvey, 2001; Dittmann – Maug – Kemper, 2002*).

A számítás során a jövőbeli időszakokra vonatkozóan azt a pénzüsszeget próbáljuk megragadni, amely a vállalkozási tevékenység folytatása következtében a tulajdonosok és a hitelezők megtérülési elvárásainak (osztalék, tőketörlesztés, kamat) kielégítésére rendelkezésre áll. A szakirodalom ezt nevezi Free Cash Flow-nak, azaz szabad pénzáramnak, melyet a vállalkozásba befektetett tőke súlyozott átlagköltségével (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*) diszkontálva megkapjuk a vállalat becsült értékét.

A Free Cash Flow definícióját és levezetését illetően a külföldi szakirodalom teljesen egységesnek mondható: olyan adózás utáni pénzáramként definiálják, melyet a vállalkozás idegen tőke használata nélkül, tisztán saját forrásból ért volna el (*Copeland – Murrin – Koller, 2000; Damodaran, 2001; Fernandez, 2002; Agar, 2005*). Meghatározásának képletét az 1. ábra foglalja össze.

A Free Cash Flow-t az *adózás és kamatfizetés előtti eredményből (Earnings Before Interest and Tax, EBIT)* származtatjuk, ami azt jelenti, hogy az adózás előtti ered-

1. ábra

**A Free Cash Flow meghatározása** (Fernandez, 2002)

Adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT) – Az EBIT elméleti adóterhe (EBIT * Adórata)
<b>= Adózott eredmény kölcsöntőke nélkül</b>
+ Amortizáció – Befektetett eszközök növekménye – Forgótőke növekménye
<b>= FREE CASH FLOW (FCF)</b>

ményt a kölcsöntőkével összefüggő fizetendő kamatok nélkül határozzuk meg. Az EBIT-ből az erre vetített adó (ez csak elméleti adóterh, hiszen a valós adókötelezettséget a kamatráfordításokat is tartalmazó adózás előtti eredmény alapján számítjuk) levonása után egy olyan *hipotetikus adózott eredményt kapunk, amelyet a vállalkozás kölcsöntőke igénybevétele nélkül ért volna el*. Ez azonban még csak számviteli eredmény, a tényleges pénzáramok számszerűsítéséhez a fent hivatkozott szerzők szerint el kell végezni néhány korrekciót:

- Az első korrekció a tárgyévi amortizációs költségek hozzáadása, hiszen az eredményt csökkentő költségként számvitelileg számolták el, azonban nem jelent pénzáramlást a vállalkozásból.
- A második korrekció a befektetett eszközök állományában bekövetkezett növekmény levonása. Ennek oka, hogy a tartós eszközökbe történő beruházás számviteli szempontból nem minősül költségnek, így az eredményben nem jelenik meg, ugyanakkor pénzáramlást von maga után.
- A harmadik korrekció a forgótőke növekményének levonása, ugyanis a forgótőkében bekövetkezett változások a számviteli eredményben nem tükröződnek, mégis pénzmozgással járnak. Példaként említhetünk egy anyag- vagy árubeszerzést, ahol a kifizetett pénzüsszeget nem költségként, hanem a készletek növekményeként mutatták ki.

A három korrekciós tétel közül kettő (az amortizációs költség és a befektetett eszközök növekménye) nem igényel különösebb magyarázatot, hiszen ezek a mérlegből és az eredménykimutatásból közvetlenül kiolvashatók. Fontosnak tartom ugyanakkor a forgótőke pontos definiálását. Ennek megkönnyítésére *Fernandez* a már hivatkozott cikkében a számviteli mérleg átrendezését javasolja oly módon, hogy a forgótőke közvetlenül olvasható legyen belőle. Ezt úgy érhetjük el, hogy az

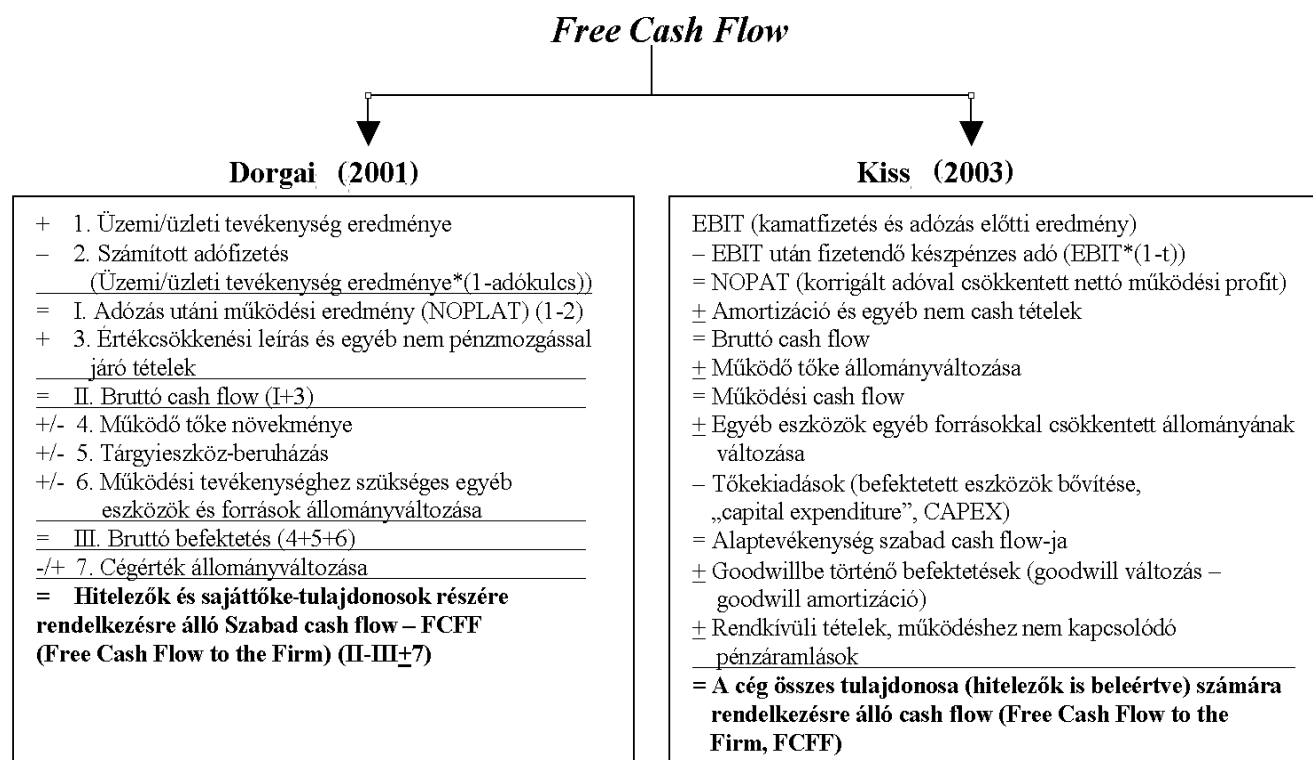
eszközök oldalán a befektetett eszközök mellett a nem pénzfórmában meglévő forgóeszközök és a kamatteher nélküli rövid lejáratú kötelezettségek (pl. szállítói tartozások) különbségeként kiszámított forgótőkéket, valamint a pénzeszközöket szerepeltetjük. Következésképpen a források oldalán a saját tőke, valamint a kamattal terhelt kötelezettségek (*Fernandez* szerint „financing liabilities”, azaz *finanszírozási kötelezettségek*) jelennek meg. A forgótőke tehát nem más, mint a pénzeszközöktől különböző forgóeszközök és a kamattal nem terhelt rövid lejáratú kötelezettségek különbsége, melyet az átalakított mérleg bal oldaláról olvashatunk le.

A korrekciós tételek figyelembevétele után eljutunk a Free Cash Flow-hoz, amely tehát *azt az adózás utáni pénzáramot reprezentálja, amely a vállalkozás számára rendelkezésre áll a tulajdonosok és hitelezők megtérülési elvárásainak kielégítésére.*

A Free Cash Flow fogalma a magyar szakirodalomban már a '90-es évek elején feltűnt (pl. *Csécsei, 1991; Ulbert, 1994*). Az ezredforduló után egyre több cikk foglalkozott a magyar rendszerre történő átfordítással, melyek közül (*Dorgai, 2001*) és (*Kiss, 2003*) munkáit emelném ki: ezekben a szerzők az angol megnevezéseket a megfelelő magyar kifejezésekkel helyettesítve vezetik le a vállalati szabad cash flow-t, melyet a 2. ábrán láthatunk.

2. ábra

A Free Cash Flow levezetése *Dorgai (2001)* és *Kiss (2003)* szerint



E levezetések felvetettek bennem bizonyos kérdéseket, melyekre saját modellem kidolgozásakor választ kívántam adni.

Az egyik fontos kérdés, hogy vajon indokolt-e a Free Cash Flow-ból a teljes pénzügyi eredményt kizárni, mint ahogy mindkét szerzőnél látható. A pénzügyi műveletek eredményét ugyanis a magyar eredménykimutatás a *szokásos vállalkozási eredmény* részeként határozza meg, tehát a normális, rendszeres üzletmenethez tartozónak minősíti azt. Álláspontom szerint az eredménynek a külső finanszírozás hatásától való megtisztításához kizárólag a *fizetendő kamatok* kell figyelmen kívül hagyni, ugyanis a pénzügyi bevételek (pl. befektetések után kapott osztalék, kamat, különböző ügyletek árfolyamnyereségei) és a fizetett kamaton kívüli pénzügyi ráfordítások (pl. különböző ügyletek árfolyamvesztései) nem kapcsolhatók az idegen tőkéhez, hanem a vállalkozás saját tranzakcióinak eredményét mutatják. Éppen ezért e pénzáramokat véleményem szerint figyelembe kell venni a Free Cash Flow kiszámításakor.

A következő problémás pont a rendkívüli eredmény kérdése. *Dorgai* a rendkívüli eredményt kizárja az FCF-ből, ennek megfelelően pedig az eszköz-állomány-változásokat kifejező korrekcióknál csak a működéshez szükséges eszközöket veszi alapul. Ebből viszont az következik, hogy a modell nem általánosítható, cégenként változhat annak definíciója, hogy mi tartozik a „működéshez szükséges eszközök” közé. *Kiss* modellje számol a rendkívüli eredménnyel, ugyanakkor a korrekciós tételeknél minden eszköz és forrás állományváltozását tekintetbe veszi. Ezzel a modell általánosan alkalmazható, hiszen nem igényli az eszközök szétválasztását „működéshez szükséges” és „működéshez nem szükséges” kategóriákra. Problémát jelent viszont itt is, hogy néhány kategóriát – például a „működő tőke”, vagy az „egyéb nem cash tételeket” – nem fejtenek ki részletesen. Ugyanakkor ilyen adatok a magyar mérlegből közvetlenül nem olvashatók ki.

Amennyiben a korrekciókat a mérleg adataira támaszkodva, tehát az összes eszköz és forrás állományváltozását figyelembe véve határozzuk meg, akkor a teljes rendkívüli eredményt figyelembe kell venni annak érdekében, hogy a rendkívüli eredményt érintő, de pénzmozgással nem járó események hatásait a modell is cash-flow semlegesnek minősítse.

Ez a gondolat egyébként a külföldi szakirodalomban is megtalálható: *Bodie, Kane és Marcus* szintén úgy érvelnek, hogy az EBIT-nek a külső finanszírozás hatásán kívül a teljes tárgyévi eredményt tartalmaznia kell [*Bodie-Kane-Marcus, 2004*].

Végül a jelenleg meglévő magyarított modellek további finomítását az is szükségessé teszi, hogy megjelenésük óta több fontos változás állt be a számviteli törvény eszközértékelési szabályokat érintő részében. Legfontosabb példaként a goodwill amortizációjának megszűnését és a valós értékelés megjelenését említésem meg.

## A „magyarítás” kihívásai

Amint korábban említettem, a Free Cash Flow fogalma eredendően amerikai szerzőktől származik, így érthetően az amerikai számviteli szabályokra (US GAAP) épül. Az amerikai rendszer egyik legfontosabb jellemvonása, hogy a beszámolóban szereplő számviteli kimutatásokra nincsenek szigorú formai szabályok, mindössze a rögzített keretelvek betartását kell szem előtt tartani, ettől eltekintve a vállalatok szabadon megtervezhetik mérlegük és eredménykimutatásuk felépítését. A kimutatásokban az adatok nagyon kevés részletezettek, csak a legfontosabb tételeket választják szét.

Ehhez képest a magyar számviteli törvény szigorúan diktált mérleg- és eredménykimutatás-sémát követel meg, melyben a tételeket megadott hierarchia szerint, nagyfokú részletességgel kell feltüntetni. Éppen ezért a korábban ismertetett „angolszász” számítási séma a magyar szabályok fényében nagyon is szimplifikáltnak tűnik, a Free Cash Flow kiszámításához cizelláltabb formula szükséges.

A magyarra adaptált modell kialakításához az alábbi adatforrásokra van szükség:

- *Előző évi és tárgyévi mérleg*: a mérlegnek az Sztv. szerint két lehetséges változata van („A” és „B” formátum), melyek közül szabadon választhat a vállalkozás. A választott formához azonban hosszú távon tartania kell magát (*következetesség elve*).
- *Tárgyévi eredménykimutatás*: az Sztv. értelmében négy lehetséges forma közül lehet választani (*összköltséges „A” és „B”, forgalmi költséges „A” és „B”*). A következetesség elvét itt is alkalmazni kell.
- *Analitikus nyilvántartás*: a számításokhoz szükséges néhány információ sem a mérlegből, sem az eredménykimutatásból nem olvasható ki. Emiatt szükség van a vállalkozásnál vezetett részletező nyilvántartás (analitika) adataira is.

Az adaptált modell kifejtésénél mindvégig az „A” formátumú mérleget és az összköltséges „A” változatú eredménykimutatást használok fel.

## Eszközértékelési szabályok a magyar számviteli rendszerben

### Bekerülési érték

Az eszközök bármilyen jogcímen történő állomány-növekedése esetén meg kell határozni a bekerülési értéket, azt a forintértéket, melyen az eszközt a nyilvántartásokba beállítják. A törvény szerint „az eszköz bekerülési (beszerzési, előállítási) értéke az eszköz megszerzése, létesítése, üzembe helyezése érdekében az üzembe helyezésig, a raktárba történő beszállításig felmerült, az eszközhöz egyedileg hozzákapcsolható tételek együttes összege” (Sztv. 47. §. [1]). A bekerülési érték tehát minden olyan ráfordítást magában foglal, amely a használatbavétel időpontjáig közvetlenül az eszköz megszerzése érdekében merült fel. A bekerülési érték beszerzési árat vagy előállítási költséget jelent. Beszerzés esetén a bekerülési érték az egyszerű vételáron túl tartalmazza a kapcsolódó szállítási, rakodási költséget, megbízási, közvetítői díjakat, biztosítási díjat, vámterheket, hitelkamatot, adókat (pl. fogyasztási adó, jövedéki adó) és minden egyéb tételt, amely egyedileg hozzákapcsolható a megszerzett eszközhöz. Saját előállítás esetén a bekerülési érték egyenlő a létrehozott eszköz tényleges közvetlen önköltségével, azaz a gyártás során kifejezetten az eszköz-előállításához kapcsolódóan felmerült költségek összegével.

### Terv szerinti értékcsökkenés

Az immateriális javak és tárgyi eszközök jellemzője, hogy a használat során értékükből veszítenek. Ez visszavezethető egyrészt a tényleges fizikai kopásra, valamint erkölcsi kopásra, elavulásra. Az eszköz értékének ezt a folyamatos, előre tervezhető erodálódását nevezzük értékcsökkenésnek. Az értékcsökkenés jelenségét a számviteli nyilvántartásokban is kifejezésre kell juttatni (Sztv. 52. §.), vagyis az eszköz értékét időszakról időszakra az előre megtervezett ütemben csökkenteni kell. Az értékcsökkenés nemcsak az eszköz értékét, hanem a tárgyévi eredményt is érinti, hiszen az adott évre jutó összeget az eredménykimutatásban költségként mutatják ki (értékcsökkenési leírás, amortizáció). Nem szabad azonban elszámolni amortizációt bizonyos szellemi termékek (pl. képzőművészeti alkotás), goodwill, földterület, telek, erdő, valamint a még nem aktivált beruházások után.

### Terven felüli értékcsökkenés

Az immateriális és tárgyi eszközök értéke nemcsak a tervezett, normálisnak tekinthető kopás, illetve avulás miatt csökkenhet, hanem olyan váratlan külső körülmények hatására is, mint például a piaci érték nagymértékű

csökkenése, vagy megrongálódás, megsemmisülés stb. Az eszköz értékét ilyenkor terven felüli értékcsökkenés elszámolásával kell a reális összegre módosítani (Sztv. 53. §.). Terven felüli értékcsökkenést kell elszámolni az alábbi esetekben:

- ha a kísérleti fejlesztéssel megvalósuló tevékenységet korlátozzák, vagy a fejlesztés eredménytelen lesz,
- ha a vagyoni értékű jog piaci értéke tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alá csökken, illetve ha a szerződés módosulása miatt a jog csak korlátozottan vagy egyáltalán nem érvényesíthető,
- ha a szellemi termék piaci értéke tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alá csökken, illetve ha a szellemi termék megrongálódik, megsemmisül, feleslegessé válik,
- üzleti vagy cégérték (goodwill) esetében, ha a várható megtérülésként meghatározott összeg a jövőbeli gazdasági hasznokra vonatkozó várakozások megváltozása miatt tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alá csökken,
- ingatlanok, műszaki gépek, egyéb gépek, valamint tenyészállatok esetében, ha a piaci érték tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alatt van, illetve, ha az eszköz megrongálódik, megsemmisül, feleslegessé válik, eltűnik, így nem tudja betölteni eredeti funkcióját,
- beruházások esetében, ha értékük megrongálódás, megsemmisülés, feleslegessé válás miatt tartósan és jelentősen a kimutatott könyv szerinti érték alá csökken.

A fenti meghatározások többségében szerepelt a „tartósan és jelentősen” kifejezés. Ennek háttérében a lényegesség elve áll, melynek itt nagyon fontos szerepe van. A tartós tendencia követelménye azt jelenti, hogy a piaci értéknek az értékelés időpontját (a mérlegkészítés napját) megelőzően legalább egy évig a könyv szerinti érték alatt kell lennie. Azt pedig, hogy a kialakult különbözet jelentős-e, a vállalkozás szubjektíven, a számviteli politikában foglalt értékhatár figyelembevételével állapítja meg.

A terven felüli értékcsökkenés elszámolásakor az eszközértéket a mérlegkészítéskori piaci értékig kell csökkenteni. Az elszámolt összeget az eredménykimutatásban tárgyévi ráfordításként mutatják ki. A terven felüli értékcsökkenés elszámolása továbbá megváltoztathatja a terv szerinti értékcsökkenés eredetileg tervezett ütemét. Indokolt esetben a leírandó összeg, a hasznos élettartam, illetve a maradványérték módosítható, ennek számszerű hatásait azonban be kell mutatni a kiegészítő mellékletben.



### Értékvesztés

A fentiekben kifejtettem, hogy az immateriális javak és a tárgyi eszközök értékének különböző indokok miatt beálló jelentős esését terven felüli értékcsökkenés elszámolásával juttatjuk kifejezésre. Az érték lecsökkenése azonban nemcsak az immateriális javaknál és a tárgyi eszközöknél, hanem más eszközcsoportok esetében is bekövetkezhet. A számviteli előírások szerint ilyen esetekben is módosítani kell az eszköz nyilvántartás szerinti értékét, ezt azonban nem értékcsökkenésnek, hanem értékvesztésnek nevezzük (Sztv. 54-56. §.).

Értékvesztést kell elszámolni az alábbi eszközcsoportoknál:

- tartós vagy forgatási célú részesedések és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, tartósan adott kölcsönök, valamint tartósan lekötött bankbetétek után, amennyiben az eszköz piaci értéke, illetve a jövőben várhatóan befolyó összeg tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alatt van,
- vásárolt és saját termelésű készletek esetében, ha piaci értékük tartósan és jelentősen a könyv szerinti érték alá csökken, illetve ha megrongálódás vagy egyéb ok miatt eredeti funkciójukat nem tudják betölteni,
- követelések esetében, ha a követelés összegének jövőbeli realizálása a vevő fizetéseképtelensége miatt bizonytalanná válik (kétes követelés).

A korábbiakkal összhangban az értékvesztés megállapításánál is elvárás a tartós és jelentős tendencia. Az értékvesztés mértékének meghatározásakor a mérlegkészítés napján érvényes piaci értéket, illetve a jövőben várhatóan realizálható összeget kell alapul venni. Az elszámolt összeget a tárgyévi eredménykimutatásban ráfordításként mutatják ki.

### Visszaírás

A terven felüli értékcsökkenés és az értékvesztés legfontosabb jellemzője, hogy elszámolásuk nem végleges. Amennyiben az elszámolás indoka megszűnik (például a korábban csökkenő piaci ár újra emelkedni kezd, vagy a megrongálódott eszközt megjavítják), akkor az elszámolt terven felüli értékcsökkenés, illetve értékvesztés egy részét vagy teljes egészét vissza kell írni. A visszaírás az eszköz értékének növekedését eredményezi, továbbá a tárgyévi eredménykimutatásban eredményt növelő tételként jelenik meg. A visszaírást a mérlegkészítéskor érvényes piaci érték szintjéig kell elvégezni, ugyanakkor legfeljebb csak akkora összeget lehet visszaírni, amelyet eredetileg elszámoltak.

### Értékhelyesbítés

A törvény bizonyos tartós eszközök esetében lehetővé teszi a felértékelést. Ha az adott eszköz piaci értéke tartósan és jelentősen magasabb, mint a könyv szerinti érték, akkor a vállalkozás értékhelyesbítés elszámolásával az eszköz értékét felfelé módosíthatja (Sztv. 58. §. [5]–[8]). Az értékhelyesbítés a korábbi értékelési műveletekkel ellentétben nem kötelező, csak lehetőség. Fontos jellemzője, hogy kizárólag a teljes terven felüli értékcsökkenés, illetve értékvesztés visszairása után számolható el. Értékhelyesbítést a vagyoni értékű jogok, a szellemi termékek, az ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok, a műszaki berendezések, gépek, járművek, az egyéb berendezések, felszerelések, járművek, a tenyészállatok és a befektetett pénzügyi eszközök közé sorolt tartós részesedések után lehet elszámolni.

Az értékhelyesbítés tehát növeli az eszközértéket, a felértékelésből származó többletet a mérleg eszközoldalán az egyes csoportokon belül elkülönítetten mutatjuk ki (immateriális javak, tárgyi eszközök, illetve befektetett pénzügyi eszközök értékhelyesbítése címen). Az ilyesfajta felértékelés azonban az óvatosság elve miatt nem növelheti a tárgyévi eredményt (nem számolható el bevételként), ehelyett a saját tőkén belül az értékelési tartalék növekedéseként kell kimutatni.

### Valós értékelés

A Számviteli törvény 2004. január 1. óta bevezette a *pénzügyi instrumentum* fogalmát. Pénzügyi instrumentumnak tekintendő minden „olyan szerződéses megállapodás, amelynek eredményeként az egyik félnél pénzügyi eszköz, a másik félnél pedig pénzügyi kötelezettség vagy saját tőke (tőkeinstrumentum) keletkezik”, különösen az adott kölcsönök, a részesedést vagy hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, pénzeszközök és a származékos ügyletek.

A valós értékelés célja, hogy a pénzügyi instrumentumok a mérlegben a lehető legaktuálisabb, gyakorlatilag naprakész értéket mutassák (Sztv. 59. §.). Alkalmazása nem kötelező.

Amennyiben a vállalat a törvény által felkínált lehetőséggel élve alkalmazni kívánja a valós értékelést, akkor a mérlegben szerepeltetett eszközcsoportok mellett egy másodlagos besorolást is létre kell hoznia.

Eszerint a pénzügyi eszközöket – az eredeti mérlegkategoróriák érintése nélkül – másodlagosan a következő kategóriákba kell besorolni:

- kereskedési célú pénzügyi eszközök,
- értékesíthető pénzügyi eszközök,
- lejáratig tartott pénzügyi eszközök,
- kölcsön- és más követelések.

A pénzügyi kötelezettségeket pedig az alábbi két csoport valamelyikébe kell sorolni:

- kereskedési célú pénzügyi kötelezettségek,
- egyéb pénzügyi kötelezettségek.

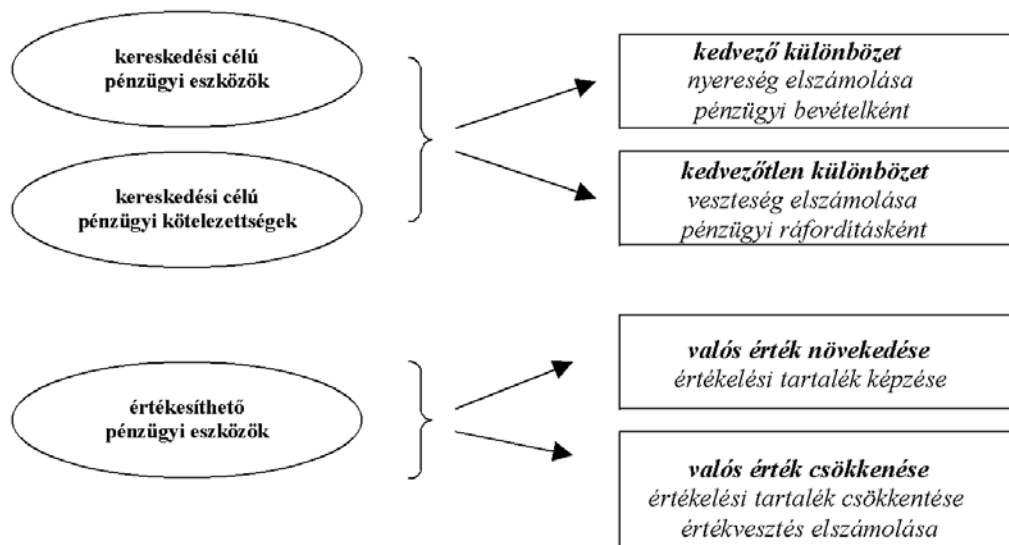
A fenti másodlagos besorolásban látható típusok közül a valós értékelés kizárólag a kereskedési célú

pénzügyi eszközökre, az értékesíthető pénzügyi eszközökre, valamint a kereskedési célú pénzügyi kötelezettségekre alkalmazható.

Ezen eszközök eredeti bekerülési értéke az aktuális valós értékre módosítható, amennyiben a valós érték megbízhatóan megállapítható. A valós érték le-, illetve

3. ábra

**A valós értékelés szabályai**



ve felfelé történő megváltozása a kereskedési célú pénzügyi eszközök és kötelezettségek esetében a számviteli eredményt érinti (pénzügyi műveletek bevételeként vagy ráfordításaként kerül elszámolásra), az értékesíthető pénzügyi eszközöknél viszont a saját tőke növekményeként vagy csökkenéseként jelenik meg (3. ábra).

A fel-, illetve leértékelésekből eredő különbözetet – amellett, hogy a bemutatott módon a

4. ábra

**Az átalakított mérleg felépítése**

<i>Eszközök</i>	<i>Források</i>
<p><b>Befektetett eszközök</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Immateriális javak</li> <li>(+) Tárgyi eszközök</li> <li>(+) Befektetett pénzügyi eszközök</li> </ul>	<p><b>Saját források</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Jegyzett tőke</li> <li>(-) Jegyzett, de még be nem fizetett tőke</li> <li>(+) Tőketartalék</li> <li>(+) Eredménytartalék</li> <li>(+) Lekötött tartalék</li> <li>(+) Értékelési tartalék</li> <li>(+) Mérleg szerinti eredmény</li> <li>(+) Céltartalékok</li> </ul>
<p><b>Forgótőke</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Készletek</li> <li>(+) Követelések</li> <li>(+) Értékpapírok</li> <li>(+) Aktív időbeli elhatárolások</li> <li>(-) Vevőktől kapott előlegek</li> <li>(-) Szállítók</li> <li>(-) Kapcsolt vállalkozással szembeni, nem kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek</li> <li>(-) Egyéb részesedésű vállalkozással szembeni, nem kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek</li> <li>(-) Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek</li> <li>(-) Kötelezettségek értékelési különbözete</li> <li>(-) Származékos ügyletek negatív értékelési különbözete</li> <li>(-) Passzív időbeli elhatárolások</li> </ul>	
<p><b>Pénzeszközök</b></p>	<p><b>Finanszírozási kötelezettségek</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(+) Hátrасorolt kötelezettségek</li> <li>(+) Hosszú lejáratú kötelezettségek</li> <li>(+) Rövid lejáratú kölcsönök</li> <li>(+) Rövid lejáratú hitelek</li> <li>(+) Váltótartozások</li> <li>(+) Kapcsolt vállalkozással szembeni, kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek</li> <li>(+) Egyéb részesedésű vállalkozással szembeni, kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek</li> </ul>

számveteli eredményt vagy a saját tőkét módosítják – a mérlegben az eszközökhöz, illetve a kötelezettséghez rendelt értékelési különbözet sorában elkülönítetten kell kimutatni (befektetett pénzügyi eszközök értékelési különbözete, követelések értékelési különbözete, értékpapírok értékelési különbözete vagy származékos ügyletek pozitív/negatív értékelési különbözete címén).

### A Free Cash Flow adaptált modellje

Kétségtelen, hogy a DCF modellek magyarra történő „átfordítása” komoly kihívást jelent. Az előzőekben kifejtettem, hogy a szabad cash flow levezetése indirekt módon történik, mely során a számveteli eredményből indulunk ki, majd ezt megfelelő korrekciós tételekkel módosítjuk. A korrekciók egy része az eredménykimutatásban szerepeltetett, de pénzmozgással nem járó tételeket jelent, másik része pedig olyan mérlegváltozásokat takar, melyek a pénzállományra hatással vannak, a számveteli eredményt mégsem érintik. E korrekciók helyes értelmezésének kulcspontja a mérleg és az eredménykimutatás célszerű átalakítása, melyben a felhasznált korrekciós tételek közvetlenül jelennek meg.

### A mérleg átalakítása

A mérleg átalakítását a már hivatkozott *Fernandez*-cikk logikáját követve végeztem el. Eszerint a számveteli törvény által előírt „A” formátumú mérleget a 4. ábra szerinti formába javaslom átrendezni (4. ábra).

### Átalakított mérleg

Az átalakítás az alábbi lépéseket foglalja magában (zárójelben az előírt „A” formátumú mérleg jelölései láthatók):

1. Az eszközök oldalán a *befektetett eszközök* között az előírt mérlegben található kategóriákat (az immateriális javakat [A.I. sor], a tárgyi eszközöket [A.II.] és a befektetett pénzügyi eszközöket [A.III.]) mutatjuk ki, változatlan tartalommal.

Feltétlenül meg kell azonban jegyezni, hogy ezek az értékek tartalmazhatnak bizonyos, saját tőkével szemben elszámolt felértékeléseket, melyek az adott eszközcsoportot növelő többletértékként, külön mérleg sorban mutatunk ki.

Az egyik ilyen többletérték az *értékhelyesbítés* (immateriális javak értékhelyesbítése [A.I.7. sor], tárgyi eszközök értékhelyesbítése [A.II.7. sor], befektetett pénzügyi eszközök értékhelyesbítése [A.III.7. sor]), melynek összege a források oldalán, a saját tőkén belül, *értékhelyesbítés értékelési tartaléka*ként D.VI.1. sor is megjelenik.

A másik felértékelésből származó különbözet a *befektetett pénzügyi eszközök értékelési különbözete* [A.III.8. sor], amely a tartósnak minősített pénzügyi instrumentumok valós értékeléssel összefüggő felértékeléséből származik. Itt nem olyan egyértelmű a helyzet, mint az értékhelyesbítés esetében (melyet mindig a saját tőkével szemben számolunk el), hiszen a felértékelés csak bizonyos esetekben történik a saját tőkével (*valós értékelés értékelési tartaléka*, [D.VI.2. sor]) szemben, más esetekben az összeg az eredménykimutatásban jelenik meg, a *pénzügyi műveletek egyéb bevételei* (17. sor) között.

A korrekciók kialakításánál kiemelt figyelmet kell szentelni ezeknek a felértékeléseknek, hiszen ezek csak elméleti eszköznövekményt testesítenek meg, ily módon pénziáramlás nem áll a háttérükben.

2. A *forgóeszközök* helyett az átalakított mérlegben a *forgótőkét* tüntetjük fel, amely a következőket tartalmazza:

⇒ nem pénzformában lévő forgóeszközök (növelő tétel), úgymint

- *készletek* (B.I. sor),
- *követelések* (B.II. sor),
- *forgatási célú értékpapírok* (B.III. sor),

⇒ aktív időbeli elhatárolások (növelő tétel) (C. sor),

⇒ nem finanszírozási célú (nem kamatköteles) rövid lejáratú kötelezettségek (forgótőkét csökkentő tétel), melyek közé az alábbiakat soroljuk:

- *vevőktől kapott előlegek* (F.III.3. sor),
- *szállítók* (F.III.4. sor),
- *kapcsolt vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek* (F.III.6. sor) értékéből a nem kamatköteles összegek (ez a mérlegből nem olvasható ki, csak az analitikus nyilvántartásból állapítható meg),
- *egyéb részesedési viszonyban lévő vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek* (F.III.7. sor) értékéből a nem kamatköteles összegek (szintén az analitikus nyilvántartásból),
- *egyéb rövid lejáratú kötelezettségek* (F.III.8.),
- *a rövid lejáratú kötelezettségekhez kapcsolódó, valós értékeléssel összefüggő értékelési különbözete*k (F.III.9. és F.III.10. sorok),

⇒ passzív időbeli elhatárolások (csökkentő tétel) (G. sor).

Itt is hasonló megjegyzést tehetünk, mint a befektetett eszközök esetében. A valós értékelés szabályai ugyanis a *követelésekre* és az *értékpapírokra* is alkalmazhatók, így esetükben is megjelenhetnek olyan különbözete, melyek az eszközök saját tőkével szembeni felértékeléséből származnak. A *kö-*

vetelések értékelési különbözete (B.II.6. sor) és az értékpapírok értékelési különbözete (B.III.5. sor) összegének az a része, amelyet a saját tőkével szemben számolnak el, megtalálható a forrásoldalon (a valós értékelés értékelési tartalmában [D.VI.2. sor]), más esetekben azonban a számviteli eredményben, pénzügyi műveletek egyéb bevételeként (eredménykimutatás 17. sor) jelenik meg.

3. Az eszközök oldalán külön kategóriaként, a forgótőkétől elkülönítetten jelenítjük meg a pénzeszközöket. Ennek legfőbb oka, hogy a cash flow korrekciónál a nem pénzbeli forgótőke változását kell számszerűsíteni.

4. A források oldala az előbbiekből következően egyszerűsödik. A saját források között a saját tőke mérlegben található kategóriáit tüntetjük fel, melyhez hozzákapcsoljuk még a céltartalékokat (ezek is saját forrásnak tekintendők, hiszen a tárgyévi eredményből elkülönített összegekről van szó). A kötelezettségek között azonban csak az úgynevezett finanszírozási célú (kamatköteles) kötelezettségeket szerepeltetjük, amely az alábbiakat foglalja magában:

- hátrasorolt kötelezettségek (F.I. sor),
- hosszú lejáratú kötelezettségek (F.II. sor),

⇒ a rövid lejáratú kötelezettségek közül:

- a rövid lejáratú kölcsönök (F.III.1. sor),
- a rövid lejáratú hitelek (F.III.2. sor),
- a váltó tartozások (F.III.5. sor),
- a kapcsolt vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek (F.III.6. sor) értékéből a kamatköteles összegek (csak az analitikus nyilvántartásból állapítható meg),

⇒ az egyéb részesedési viszonyban lévő vállalkozással szembeni rövid lejáratú kötelezettségek (F.III.7. sor) értékéből a kamatköteles összegek (analitikus nyilvántartás alapján).

Az így átalakított mérlegből a Free Cash Flow számításához szükséges korrekciós tételek közvetlenül leolvashatók lesznek.

### Az eredménykimutatás átalakítása

Az eredménykimutatás esetében az átalakítás egyetlen célja, hogy láthatóvá tegyünk az adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT) kategóriáját. A korábban kifejtett érveim alapján e ponton Bodie, Kane és Marcus álláspontját osztom, akik az EBIT-be az üzemi eredmény mellett a fizetendő kamatokon kívül a teljes pénzügyi eredményt és a rendkívüli tételeket is beleszámítják (Bodie – Kane – Marcus, 2004), úgy érvelve, hogy az EBIT-nek a külső finanszírozás hatásán kívül a teljes tárgyévi eredményt tartalmaznia kell.

Modellemben tehát az EBIT csak annyiban különbözik az adózás előtti eredménytől, hogy nem tartalmazza a tárgyévben elszámolt kamatráfordítások összegét. Az átalakított eredménykimutatás szerkezete az 5. ábrán látható (zárójelben az összköltséges „A” formájú eredménykimutatás megfelelő sorainak sorszáma látható).

5. ábra

### Az átalakított eredménykimutatás szerkezete

Üzemi (üzleti) eredmény (A.)
+ Pénzügyi műveletek eredménye (B.)
+ Fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások (19.)
+ Rendkívüli eredmény (D.)
<b>= Adózás és kamatfizetés előtti eredmény (EBIT)</b>
– Fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások (19.)
<b>= Adózás előtti eredmény (E.)</b>
– Adófizetési kötelezettség (XII.)
<b>= Adózott eredmény (F.)</b>
+ Eredménytartalék igénybevétele osztalékra, részesedésre (22.)
– Jóváhagyott osztalék, részesedés (23.)
<b>= Mérleg szerinti eredmény (G.)</b>

### Az átalakított eredménykimutatás

A Free Cash Flow meghatározásakor a korábban ismertetett eredeti modellből indulunk ki. A különbséget a magyar törvény szerinti értékelési szabályok okozzák, melynek következtében jóval több korrekciós tétellel kell számolni. A modell kifejtése során a fentiekben bemutatott átalakított mérleg és átalakított eredménykimutatás kifejezéseit használom.

Kiindulópontként tehát itt is az adózás és kamatfizetés előtti eredményt (EBIT) vesszük alapul, melyből le kell vonni az ehhez kapcsolódó (elméleti) adókötelezettséget. Az elméleti adóteher számításakor – a pontos adaptáció érdekében – a társasági adótörvényben (1996. évi LXXXI. törvény) foglalt adóalap-módosító tételről sem tekintek el. Emiatt az EBIT adóterhét az EBIT társasági adókulccsal történő egyszerű megszorítása helyett az eredménykimutatásban kimutatott (az adóalap-korrekciót is tartalmazó) adókötelezettségből származtatom úgy, hogy ahhoz hozzáadom a fizetett kamatok okozta adópajzs összegét.

Az EBIT és a számított elméleti adóteher különbségként tehát megkapjuk a kölcsöntőke nélküli adózott eredményt, melyet megfelelő korrekciós tételekkel módosítani kell. Elsőként bemutatom a legrészletesebb, tisztán elméleti megközelítést, melyet azután felírok egy jelentősen leegyszerűsített formában is. A korrekciókat a következőképpen foglalom össze:



- **befektetett eszközök növekménye** (a tárgyévben elszámolt terv szerinti és terven felüli értékcsökkenés, értékvesztés, visszairás, valamint a saját tőkével szemben elszámolt felértékelések hatása nélkül): A vállalkozás által beszerzett tartós eszközök pénzügyi áramlást testesítenek meg, amely az eredménykimutatásban költségként nem jelenik meg. Ellenkező esetben, ha a vállalkozás a tartós eszközök valamelyikét értékesíti, akkor a számviteli eredményben csak az értékesítés nyeresége vagy vesztesége kerül kimutatásra, miközben pénzbeáramlásként a teljes eladási ár jelentkezik. Emiatt szükség van egy cash flow-csökkentő korrekcióra. A növekményt tehát tisztán a bruttó érték növekményeként definiáljuk (amely a tárgyévi új beruházások értékét hivatott kifejezni), azaz nem vesszük figyelembe a tárgyévben elszámolt terv szerinti és terven felüli értékcsökkenés, értékvesztés, visszairás, valamint a saját tőkével szemben kimutatott felértékelések hatásait – ezeket az összegeket önálló korrekciós tételnek tekintjük.
- **forgótőke növekménye** (a tárgyévben elszámolt értékvesztés, visszairás, valamint a saját tőkével szemben kimutatott felértékelések hatása nélkül): Az átalakított mérlegben definiált forgótőke (a nem pénzformában lévő forgóeszközök és az aktív időbeli elhatárolások, valamint a nem kamatköteles rövid lejáratú kötelezettségek és a passzív időbeli elhatárolások különbsége) növekménye szintén nem jelenik meg az eredménykimutatásban, ugyanakkor pénzmozgást reprezentál, tehát cash flow-csökkentő korrekcióként kell számításba venni. A növekményt itt is a tárgyévben elszámolt értékvesztés, visszairás és a saját tőkével szemben elszámolt felértékelések hatása nélkül kell megállapítani, mivel ezeket külön korrekcióként kezeljük.
- **tárgyévben elszámolt terv szerinti értékcsökkenés (amortizáció)**: Az immateriális és tárgyi eszközök elhasználódását, elavulását kifejező, előre tervezhető ütemű költség, amely a számviteli eredményben az EBIT-et csökkentő tételként került kimutatásra, ugyanakkor pénzformában nem került kifizetésre. Hatásának semlegesítése érdekében cash flow-növelő korrekciót kell végezni.
- **tárgyévben elszámolt terven felüli értékcsökkenés, értékvesztés**: Amennyiben az eszköz értéke valamilyen rendkívüli külső körülmény (a piaci érték jelentős lecsökkenése, megrongálódás, megsemmisülés stb.) hatására ugrásszerűen leesik, azt a számviteli nyilvántartásokban is rögzíteni kell. Ezt az eszközérték-csökkenést az immateriális javak és tárgyi eszközök esetén *terven felüli értékcsökkenés*, egyéb

eszközöknél pedig *értékvesztés* elszámolásával kell érvényesíteni. A terven felüli értékcsökkenés és az értékvesztés a magyar eredménykimutatásban az *egyéb ráfordítások* között jelenik meg, kivéve az értékpapírok értékvesztését, melyet a *pénzügyi műveletek ráfordításai* között számolunk el. Ezen eszközcsökkenéseket tehát a terv szerinti értékcsökkenéshez hasonlóan az EBIT-et csökkentő tételként kell elszámolni, de pénzügyi áramlással nem jártak, így ismét cash flow-növelő korrekciót kell végeznünk.

- **visszairás**: A terven felüli értékcsökkenés és az értékvesztés elszámolása nem végleges, az elszámolás indokának megszűnése esetén (a piaci érték újra jelentősen felemelkedik, a megrongálódott eszközt megjavítják stb.) vissza kell írni. A *visszairás* összegét a számvitelben bevételként (EBIT-et növelő tételként) számoljuk el, pénzbeáramlás azonban nincs a háttérben, így ez esetben cash flow-csökkentő korrekciót kell végrehajtani.

A Free Cash Flow meghatározása a fentiekből kiindulva a következő:

$$\begin{aligned} & \text{EBIT (adózás előtti eredmény + fizetendő kamatok)} \\ & - \text{EBIT elméleti adóterhe} \\ & \text{(elszámolt adókötelezettség + fizetendő kamatok} \\ & * \text{ társasági adókulcs)} \end{aligned}$$

#### = Adózott eredmény kölcsöntőke nélkül

$$\begin{aligned} & - \text{Befektetett eszközök növekménye (a tárgyévben} \\ & \text{elszámolt terv szerinti és terven felüli értékcsökke-} \\ & \text{kenés, értékvesztés,} \\ & \text{visszairás, valamint a saját tőkével szemben ki-} \\ & \text{mutatott felértékelések hatása nélkül)} \\ & - \text{Forgótőke növekménye (a tárgyévben elszámolt} \\ & \text{értékvesztés,} \\ & \text{visszairás, valamint a saját tőkével szemben ki-} \\ & \text{mutatott felértékelések hatása nélkül)} \\ & + \text{Tárgyévben elszámolt terv szerinti értékcsökkenés} \\ & + \text{Tárgyévben elszámolt terven felüli értékcsökkenés} \\ & + \text{Tárgyévben elszámolt értékvesztés} \\ & - \text{Tárgyévben elszámolt visszairás} \end{aligned}$$

#### = FREE CASH FLOW

E képlet alkalmazása kizárólag az analitikus nyilvántartás adatainak ismeretében lehetséges, hiszen a befektetett eszközök és a forgótőke tiszta növekménye, továbbá az értékeléssel kapcsolatban elszámolt összegek a mérlegből és az eredménykimutatásból nem olvashatók ki maradéktalanul. Észre kell venni azonban, hogy – mivel az eszközök növekményét egyszer a terv szerinti és terven felüli értékcsökkenés, az értékvesztés és a visszairás hatása nélkül állapítottuk meg, majd eze-

ket külön korrekciós tételként szerepeltettük – ugyanezt az eredményt kapnánk akkor, ha a kölcsöntőke nélküli adózott eredményt az *eszközök könyv szerinti értékének növekményével korrigálnánk*. Ez ugyanis már magában foglalja az összes tárgyévben elszámolt értékcsökkenés, értékvesztés és visszairás hatását.

Ki kell emelni azonban, hogy *a könyv szerinti érték nem azonos az átalakított mérleg „Befektetett eszközök”, illetve „Forgótőke” soraival, hiszen ezek tartalmazhatnak olyan felértékeléseket (immateriális, tárgyi és befektetett pénzügyi eszközök esetében érték-helyesbítést, pénzügyi instrumentumoknál értékelési különbözetet), melyek a saját tőkével szemben kerültek elszámolásra, ily módon az EBIT-et nem érintik*. Az eszközök könyv szerinti értékének növekményét tehát a mérlegérték növekményének és a saját tőkével szemben elszámolt felértékelések növekményének különbségként határozhatjuk meg.

Mindezek szemléltetésére egy példa: Tegyük fel, hogy a vállalkozás tárgyi eszközeinek mérlegben szereplő értéke bázisévben a következőképpen alakult:

Bázisévi könyv szerinti (nettó) érték	8 450
+ Bázisévi halmozott érték helyesbítés	1 320
<b>= Bázisévi mérlegérték</b>	<b>9 770</b>

A tárgyévben ugyanezen eszközökkel kapcsolatban az alábbi összegeket számolták el:

• új beruházás	1 800
• meglévő tárgyi eszközök tárgyévi terv szerinti értékcsökkenése	930
• irodai berendezésekre elszámolt terven felüli értékcsökkenés	400
• műszaki gépek korábbi terven felüli értékcsökkenésének visszairása	280
• ingatlanokra elszámolt érték helyesbítés	560



Tárgyévi könyv szerinti (nettó) érték: 8450+1800–930–400+280 =	9 200
+ Tárgyévi halmozott érték helyesbítés: 1320+560 =	1 880
<b>= Tárgyévi mérlegérték</b>	<b>11 080</b>

Ezen adatok alapján a Free Cash Flow meghatározásakor a kölcsöntőke nélküli adózott eredményt (EBIT–elméleti adóteher) a következő tételekkel kellene korrigálnunk:

– Bruttó érték tárgyévi növekménye	1 800
+ Tárgyévi terv szerinti értékcsökkenés	930
+ Tárgyévi terven felüli értékcsökkenés	400
– Tárgyévi visszairás	280
<b>Σ Korrekciók együttes hatása</b>	<b>– 750</b>

A korrekciók együttes hatása megegyezik a nettó érték növekményével (9 200 – 8 450 = 750). A mérleg „Tárgyi eszközök” sorában azonban nem a nettó érték, hanem az érték helyesbítést is tartalmazó mérlegérték jelenik meg. A fenti számítás így a következővel lenne helyettesíthető:

– Mérlegérték növekménye: 11 080–9 770 =	1 310
+ Érték helyesbítés növekménye:	560
<b>Σ Korrekciók együttes hatása</b>	<b>– 750</b>

Ugyanez a folyamat levetíthető a többi eszközcsoportra is. Az immateriális javaknál ugyanezekkel a tételekkel kell számolni, a befektetett pénzügyi eszközök és a forgótőke esetében pedig a terven felüli értékcsökkenés helyett az értékvesztés jelenik meg, továbbá az érték helyesbítés helyett/mellett a felértékelés másik típusát, az értékelési különbözetet kell kezelnünk.

Nagyon fontos megjegyzés, hogy *míg az érték helyesbítés minden esetben a saját tőkével szemben kerül elszámolásra, a pénzügyi instrumentumok értékelési különbözete csak részben növeli a saját tőkét, más esetekben pénzügyi bevételként (tehát EBIT növekményként) kerül elszámolásra*. A befektetett eszközöknél és a forgótőkénél kimutatott értékelési különbözetekből az analitikus nyilvántartás nélkül nem lehet szétválasztani a saját tőkével szemben és az EBIT-tel szemben elszámolt összegeket. E probléma legkézenfekvőbb megoldása az, hogy a különbözetet az eszközoldal helyett a forrásoldalról közelítjük meg. A számviteli törvény ugyanis rögzíti, hogy a saját tőkével szembeni felértékeléseket minden esetben az *értékelési tartalékban* kell kimutatni, így a korrekciónál az eszközök mérlegértékének növekményét az értékelési tartalék növekményével kell ellensúlyozni (6. ábra).

Ez a modell általánosan alkalmazható a már lezárt számviteli időszakok Free Cash Flow-jának pontos meghatározására a beszámolóban lévő kimutatások alapján, de a számítási elvet a jövőre kivetítve előrejelzéseket is készíthetünk a jövőre vonatkozóan, ezzel pedig lehetőség nyílik a vállalat diszkontált cash flow alapú értékének megbecslésére.

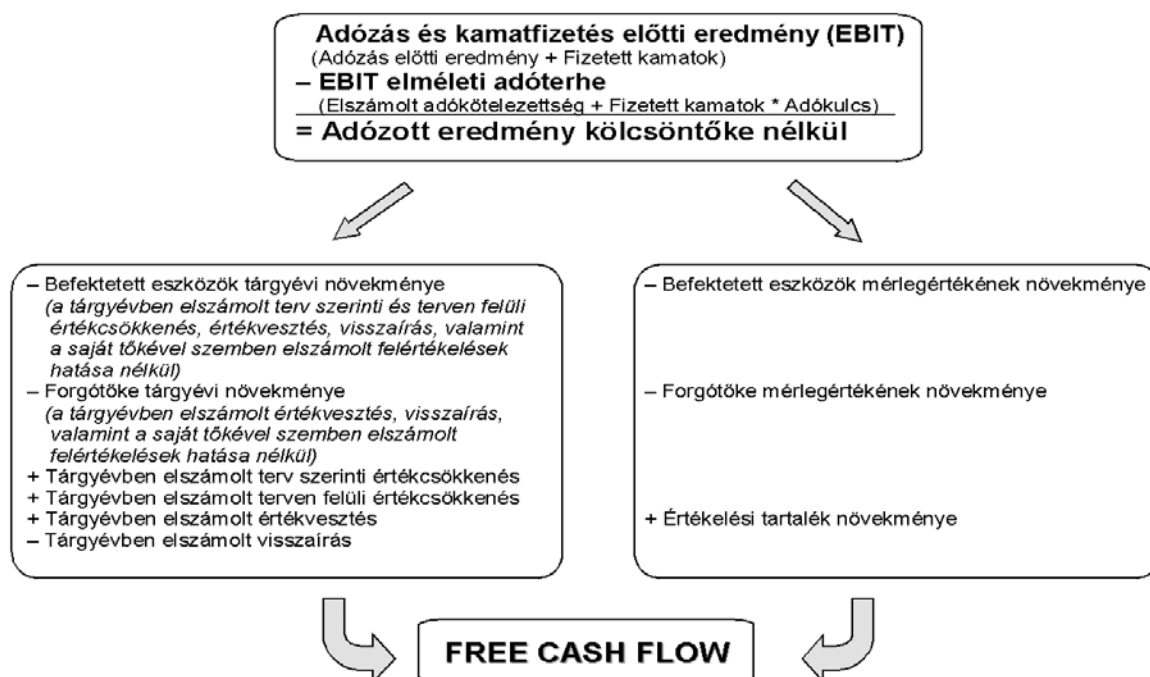
### Az adaptált modell jelentősége, újdonságtartalma

A fentiekben levezetett adaptált modellem több ponton is újdonságtartalommal bír a magyar szakirodalomban eddig megjelent írásokhoz képest. A hivatkozott művekben ([Dorgai, 2001] és [Kiss, 2003]) közölt levezetésekhez viszonyítva formai és tartalmi oldalról is több módosítást javaslok.

Formai oldalról közelítve modellem jelentősége abban áll, hogy egy olyan számítási sémát kínál az értékelők számára, amely a magyar számviteli szabályok szerint összeállított beszámoló adatainak közvetlen fel-

A Free Cash Flow adaptált modellje (saját szerkesztés)

6. ábra



használásával lehetőséget nyújt a szabad pénzáram tökéletesen pontos meghatározására. Mindeközben a magyar számviteli törvényben foglalt eszközértékelési szabályokat teljeskörűen figyelembe veszi, továbbá a benne foglalt kategóriák egyértelműen megfeleltethetők a magyar mérleg és eredménykimutatás tartalmi elemeinek. Mindezt meggyőződésem szerint a korábbiakban publikált levezetésekre nem, vagy csak részben volt jellemző.

Modellem két ponton tartalmilag is eltér az eddigiekben közölt levezetésektől. Egyrészt vitatom azt a nézetet, miszerint az EBIT-et az üzemi (üzleti) eredménnyel kell azonosítani. Álláspontom szerint ugyanis a tényleges adózás és kamatfizetés előtti eredmény meghatározásához az üzemi eredményen túl a kamatráfordítások kivételével valamennyi pénzügyi és rendkívüli tételt figyelembe kell venni. Eltérő módon közelítem meg az EBIT adóterhét is, hiszen az eddigi írásokkal szemben nem tekintek el a magyar társasági adótörvényben foglalt adóalap-korrekciós tételek hatásától sem.

Az adaptált modellt kifejezetten a magyar számviteli rendszer sajátosságai alapján alakítottam ki, így alkalmazásával teljes pontossággal kiszámítható lesz a tulajdonosok és hitelezők számára rendelkezésre álló pénzeszközök mennyisége, azaz valóban eljuthatunk a szabad pénzáramig.

**Felhasznált irodalom**

1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és osztalékadóról  
2000. évi C. törvény a számvitelről

Agar, C. (2005): Capital Investment & Financing: A Practical Guide to Financial Evaluation, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford

Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, A.J. (2004): Essentials of Investments, McGraw Hill Irwin, New York

Copeland, T. – Murrin, J. – Koller, T. (2000): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd Edition, Wiley, Chichester

Csécsei R. (1991): Vállalatértékelés, Ipar-Gazdaság, január

Damodaran, A. (2001): Corporate Finance: Theory and Practice, 2nd edition, John Wiley & Sons, Chichester

Dittmann, I. – Maug, E. – Kemper, J. (2002): How Fundamental are Fundamental Values? Valuation Methods and Their Impact on the Performance of German Venture Capitalists, School of Business and Economics, Institut für Konzernmanagement, Berlin

Dorgai I. (2001): A részvényesi értékmaximalizálás elméleti háttere, Műhelytanulmány (6. sz.), BKÁE, október

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

Graham, J.R. – Harvey, C.R. (2002): The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics

Kiss L. (2003): Vállalatértékelés egyszerűen, megbízhatóan: A vállalatértékelés módszertana (3. fejezet), Fórum Média Kiadó, március

Ulbert, J. (1994): A vállalat értéke, JPTE Közgazdaságtudományi Kar, Pécs

Cikk beérkezett: 2007. 10. hó  
Lektorai vélemény alapján véglegesítve: 2008. 4. hó