

A tulajdonosi érték mérésének korlátai

The dark side of conventional business valuation models

Kovács Gábor¹

Absztrakt

A gazdálkodástudományok területén az érték vizsgálatának egyik fő megközelítése tulajdonosi vagy más néven részvényesi érték (shareholder value). Tanulmányunkban felhívjuk a figyelmet a hagyományos számviteli eljárások és megközelítésmód korlátaira és a kapcsolódó értékelési nehézségekre. Ennek illusztrálására bemutatjuk, hogy a vállalati tőkeáttétel értéke milyen módon befolyásolja a vállalkozás saját tőke- és eszközarányos nyereségét, még azonos jövedelemtermelő képessége mellett is. A vállalat-értékelési eljárások közül kitérünk az eszköz- és jövedelemalapú módszerek sajátosságaira is.

Kulcsszavak: vállalatértékelés, tulajdonosi érték, ROA, ROE, jövedelem-alapú megközelítés

Abstract

Shareholder value is one of the most cited approaches of business valuation models in business and economics. In our study we raise the attention to the barriers of the related conventional accounting and controlling approaches and to valuation challenges. To illustrate this, we model how corporate leverage affects the value of return on assets and return on equity even if income generating power of the company remains constant. As representatives of business valuation models we present asset and income approaches.

Keywords: Business valuation, shareholder value, ROA, ROE, income approach

BEVEZETÉS

Khalifa (2004) klasszifikációjának megfelelően a gazdálkodástudományok területén az értéket három fő megközelítésben vizsgálhatjuk:

- (1) tulajdonosi/részvényesi érték (shareholder value)
- (2) stakeholder érték (stakeholder value)
- (3) fogyasztói érték (consumer value)

A továbbiakban – a tanulmány céljának megfelelően – a tulajdonosi értékkel kapcsolatban kifejthetjük a legfontosabb elméleti modelleket, összefüggésrendszert és mérési lehetőségeket. Bemutatjuk a tulajdonosi érték pénzügyi mutatószámokon alapuló megközelítésének, mérésének korlátait is.

A TULAJDONOSI ÉRTÉK

Az egyik leggyakrabban használt értékfogalom a tulajdonosi érték. Ván (2013) megközelítése szerint a vállalat piaci értékét, azaz a tulajdonosi tőke értékét az értékteremtő folyamatok az értékteremtő tényezőkön keresztül határozzák. Rappaport (1998) modelljében a vállalat értékét a diszkontált cash-flow modell alapján a jövőbeli szabad pénzáramokat figyelembe véve állapítja meg. A tulajdonosi érték koncepció fontos sajátossága, hogy jövőorientált és a

¹ Dr Habil Kovács Gábor, egyetemi docens, Széchenyi István Egyetem, Kautz Gyula Gazdaságtudományi Kar, kovacs@sze.hu

hosszú távú vállalati értéknövekedést helyezi előtérbe (Schaltegger – Burritt 2000). Reszegi (2004) kiemeli, hogy a tulajdonosi értéknövekedés a vállalati gazdálkodás kulcskérdése és egy értékmaximalizáló vállalat versenyképesebb, mint egy nem értékközpontú vezetése.

Rapaport (2002) modelljében az értékteremtés szempontjából a vezetői döntések három alapvető csoportját különbözteti meg: működési, finanszírozási és beruházási döntések. A működési döntések elsősorban az árbevétel, a működési eredményhányad és a társasági adókulcs értékén keresztül befolyásolják az értékelés tényezői közül a működési pénzáramlást. Ezen faktorok közül a társasági adókulcs a menedzsment döntések szempontjából exogénnek tekinthető.² A beruházási döntések a működéshez szükséges forgótőke nagyságára és a befektetett eszközleltésre vannak hatással és ezáltal határozzák meg a működési pénzáramlást. A finanszírozási költségek egyrészt a tőkeköltség változásán keresztül hatnak a működési pénzáramlás jelenértékére, másrészt az idegen források értékén keresztül a vállalat és a tulajdonosi tőke értékére. Az értékteremtő tényezők közé tartozik az az értéknövelés időtartama is, mely szintén a működési pénzáramlásra hat. Rapaport modellje szerint tehát a vállalat alapvető célja a hozzáadott tulajdonosi érték (SVA) növelése kell, hogy legyen.

Reszegi (2004) tanulmányában a hagyományos számviteli eljárások és megközelítésmód kritikájaként az alábbi értékelési nehézségekre hívja fel a figyelmet:

- Nem minden (számvitelileg kimutatott) nyereségnövekedés vezet vállalati értéknövekedéshez.
- A folyó működés eredményváltozását és a tőkebefektetés változását egyidejűleg kell kezelni.
- Alapvető probléma az egyszeri befektetések költségének folyó költséggé alakítása és a közvetett költségek kezelése.
- A hagyományos számvitel nem számol a saját tőke költségével.
- A számviteli kimutatások alapján gondot jelent a vállalkozásba fektetett tőke nagyságának meghatározása.

A kizárólag számviteli kimutatásokon alapuló teljesítménymérési módszerek, mutatószámok tehát nem képesek reálisan kimutatni a vállalat értékét, illetve annak változását. Belátható, hogy a hagyományos mutatószámok közül a leggyakrabban alkalmazott saját tőke- és eszközarányos nyereség (ROE és ROA mutatók) értéke még azonos vállalati teljesítmény esetén is függ a tőkeáttétel nagyságától. Ennek bizonyítására tekintsük a következő modellt:

Legyen V az összes forrás könyv szerinti értéke, L a tőkeáttétel nagysága (idegen forrás/összes forrás), r_D az idegen források átlagos tőkeköltsége, $EBIT$ a kamat- és adófizetés előtti üzemi (üzleti) eredmény, T pedig a társasági adókulcs nagysága. A tőkeáttétel értékét az $L=[0,1[$ alulról zárt és felülről nyitott intervallumon értelmezzük. A saját tőke-arányos nyereség értéke ekkor a következőképpen adódik:

$$ROE = \frac{(1-T) \cdot (EBIT - L \cdot r_D)}{(1-L) \cdot V}$$

Belátható, hogy a saját tőke-arányos nyereség függvényének tőkeáttétel szerinti első deriváltja az adott intervallumon a következő:

$$\frac{dROE}{dL} = \frac{(1-T)}{V} \cdot \frac{(EBIT - r_D \cdot V)}{(1-L)^2}$$

A kifejezés mindig pozitív, ha $(EBIT - r_D \cdot V)$ pozitív. Ez pedig a gyakorlatban egy nyereségesen működő vállalkozásnál valószínűsíthető (mivel a tulajdonosok által elvárt

² Bár a menedzsment a tényleges adófizetési kötelezettség és ezáltal a tényleges adókulcs nagyságát is a vállalkozás számviteli politikája megfelelő alakításával képes lehet befolyásolni.

hozam jellemzően magasabb, mint az idegen tőke átlagos forrásköltsége). A saját tőkearányos nyereség függvényének tőkeáttétel szerint második deriváltja ugyancsak pozitív értékeket vesz fel a vizsgált intervallumon, tehát kijelenthető, hogy a ROE értéke a tőkeáttétel nélküli cégeknél a legalacsonyabb és a tőkeáttétel növekedésével konvex módon monoton növekszik, felső korlát nélkül.

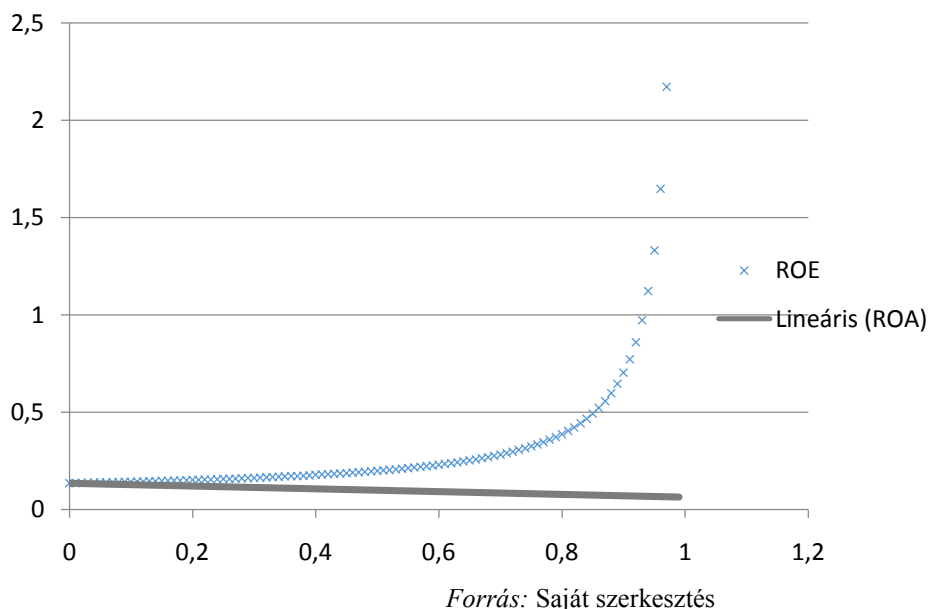
Az eszközarányos nyereség értéke a következő módon írható fel:

$$ROA = \frac{(1-T) \cdot EBIT}{V} - (1-T) \cdot r_D \cdot L$$

A képletből egyértelműen látszik, hogy a tőkeáttétel növekedésével az eszközarányos nyereség értéke folyamatosan, lineáris módon csökken. A legnagyobb eszközarányos nyereség tehát a tőkeáttétel nélküli vállalkozásnál kerül kimutatásra.

A két mutatószám értékének alakulását mutatja az 1. ábra egy tetszőleges vállalkozásra (EBIT=150 millió Ft, összes eszköz 1 milliárd Ft, adókulcs 10%, idegen források átlagos tőkeköltsége 8%) a tőkeáttétel (L) függvényében.

1. ábra: A ROE és ROA alakulása a tőkeáttétel függvényében
Figure 1: Evolution of ROE and ROA as a function of leverage



Mint az 1. ábrán is látható, a tőkeáttétel nélküli finanszírozás során a kétféle mutatószám értéke megegyezik, a tőkeáttétel függvényében ugyanakkor azonos eredménytermelő képesség mellett is eltérő értéket vesz fel, azaz eltérő teljesítményt jelez.

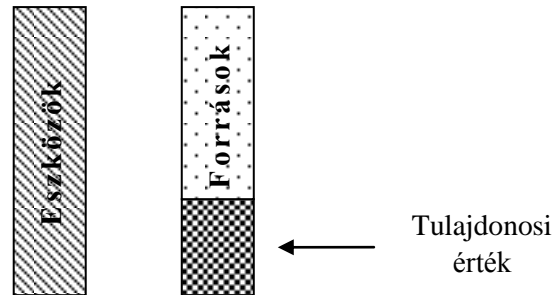
VÁLASZTÁS AZ ÉRTÉKELÉSI ELJÁRÁSOK KÖZÖTT: ESZKÖZALAPÚ VS. JÖVEDELEMALAPÚ MEGKÖZELÍTÉS

ESZKÖZALAPÚ ÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREK

Az eszközalapú megközelítések abból indulnak ki, hogy egy vállalkozás tulajdonosi értéke megegyezik a vállalkozás nettó vagyonával, tehát azzal a vagyontömeggel, ami a vállalkozás tulajdonában lévő eszközök értékéből ered, figyelembe véve ugyanakkor azt is, hogy a vállalkozás külső partnerei felé milyen (fizetési) kötelezettségekkel rendelkeznek. A tulajdonosi érték tehát ebben az esetben a vállalkozás eszközeinek és idegen forrásainak

értékkülönbségeként számszerűsíthető és így a módszer segítségével a vállalkozás saját tőkéjének állapíthatjuk meg egyfajta értékét.

2. ábra: A tulajdonosi érték az eszközalapú megközelítés szerint
Figure 2: Shareholder Value by Asset Based Approach



Forrás: Saját szerkesztés

Mint a 2. ábrán látható megközelítés is mutatja, amennyiben például az értékelés időpontjában a befektetett eszközök értéke 450 millió Ft-ot, a forgóeszközök értéke pedig 300 millió Ft-ot tesz ki, az idegen források között pedig 220 millió Ft értékben hosszú, 350 millió Ft értékben pedig rövid lejáratú kötelezettségek szerepelnek, akkor a tulajdonosi érték $(450+300)-(220+350)=180$ millió Ft-ot fog kitenni.

Az eszközalapú megközelítésnek számos változata terjedt el, annak megfelelően, hogy az eszközök és idegen források értékét milyen módon határozzák meg. Ezek közül az eljárások közül a legismertebb a könyv szerinti érték és a piaci érték módszere. Mindkét módszer közös vonása, hogy a vállalkozás egyik legfontosabb pénzügyi-számviteli kimutatásából, a mérlegből indul ki.

A könyv szerinti érték módszere szerint az eszközök és az idegen források értéke megegyezik azok nettó (azaz az elszámolt értékcsökkenéssel csökkentett) könyv szerinti értékével. Ebben az esetben tehát nincs más dolgunk, mint hogy az értékelés időpontjára vonatkozó mérlegben megkeressük az eszközök (összesen) sorhoz, illetve az idegen források (összesen) sorhoz tartozó értékeket és azokat kivonjuk egymásból.

A piaci érték módszere azon a feltevésen alapul, hogy az eszközök és források mérlegben szereplő értéke nem feltétlenül egyezik meg azok valós értékével. Sokkal realisabb képet kaphatunk tehát a vállalkozás vagyonáról akkor, ha a könyv szerinti érték helyett azok piaci értékét vesszük alapul (Fernandez, 2007). Ez a piaci érték megközelíthető például az eszközök és források azon értékével, melyet az értékelés időpontjában az eszközök értékesítése esetén tudnánk realizálni, illetve amennyibe a források (kötelezettségek) azonnali teljesítése kerülne. Amennyiben például a vállalkozás tulajdonában lévő földterület az értékelés időpontjában 15 millió Ft-ért lenne értékesíthető, akkor ezen eszköz piaci értéke 15 millió Ft lesz. Ugyanígy, ha egy adott hitel (kötelezettség) előtörlesztése összesen 5 millió Ft-ba kerülne a vállalkozás számára, akkor ennek a forrás-tételnek a piaci értéke 5 millió Ft-ot fog kitenni.

A piaci érték módszerének másik megközelítése szerint az eszközöket és forrásokat inkább azok ún. pótlási költsége segítségével célszerű értékelni. Ez azt jelenti, hogy például eszközök esetén nem az azok piaci értékesítéséből származó bevételt vesszük alapul, hanem azt határozzuk meg, hogy az adott eszköznek a jelenbeli (pontosabban az értékelés időpontjára vonatkozó) beszerzése mennyibe kerülne a vállalkozás számára. A kétféle érték között egyébként számos esetben akár jelentős különbség is adódhat, gondoljunk például arra, hogy

bizonyos használt gépek eladása meglehetősen nehézkes lehet és alacsony bevételt eredményez, ugyanakkor alkatrészt szerezni hozzájuk akár jelentős kiadásokkal is járhat.³

Könyv szerinti érték módszer

A könyv szerinti érték olyan számviteli érték, melyet úgy kalkulálunk, hogy az összes eszközből levonjuk az összes kötelezettséget. Mivel a Társaság könyv szerinti értéke nem veszi figyelembe a Társaság eszközeinek és kötelezettségeinek, illetve bármely immateriális eszköznek a valós piaci értékét, így ez a módszer nem ad pontos képet egy társaság értékelése napján fennálló valós piaci értékéről.

Likvidációs-érték módszer

A likvidációs érték egy társaság kötelezettségekkel csökkentett eszközértéke, mely úgy került meghatározásra, mintha az eszközök egyenként kerülnének értékesítésre. Amennyiben a Társaság jövedelemtermelő képessége biztosított a jövőben, nem javasolt a likvidációs módszer használata.

Korrigált könyv szerinti érték módszer

Egy társaság korrigált, v. kiigazított könyv szerinti értékét úgy állapítjuk meg, hogy a társaság eszközeinek és kötelezettségeinek könyv szerinti értékét módosítjuk az értékelés időpontjában fennálló becsült valós piaci értékre. A jövedelmezően működő társaságnál a valós piaci érték általában az értékcsökkenéssel módosított pótlási (újraelőállítási) költségeknek felel meg. A korrigált könyv szerinti érték módszert elsősorban holding cégeknél, valamint olyan társaságok értékmeghatározására használhatjuk, melyeknek nincs goodwill-értékük, vagy értéküket legfőképpen eszközeik értéke adja.

JÖVEDELEMALAPÚ MEGKÖZELÍTÉSEK

Diszkontált cash-flow módszer

A diszkontált cash-flow elemzés olyan jövedelemalapú értékelési módszer, mellyel a társaság valós piaci értékét a tervezett jövőbeni pénzáramlások (cash-flow) az értékelés időpontjára diszkontált értékével becsüljük. A tervezett periódus végén egy maradványértéket számolunk, amelyet szintén jelenértékre diszkontálunk. Miután az összes várható eredmény jelenértékéhez hozzáadtuk a likvid eszközök (pénzeszközök) és a kamatozó adósság (hitelek és kölcsönök) egyenlegét (nettó adósság), megkapjuk a társaság saját tőkéjének valós piaci értékét. A diszkontált cash-flow módszer mögötti elgondolás lényege, hogy egy társaság üzletértéke megegyezik a társaság jövőben várható cash-flow-jának jelenlegi értékével.

Piaci szorzószámok módszere

A piaci szorzószámok módszere olyan jövedelemalapú értékelési módszer, melynek során a társaság valós piaci értékének meghatározásakor a múltbeli, operatív működésből származó nyereséget vesszük alapul. Egy társaság operatív működésének eredményességét az EBITDA érték mutatja legpontosabban, mely a Magyar Számviteli Standardokban meghatározott üzemi (üzleti) eredmény szint értékcsökkenéssel növelt értékét jelenti, így módon csak a valódi pénzmozgással járó bevételeket és kiadásokat figyelembe véve.

A historikus adatok alapján – például azok átlagaként – meghatározott nyereségszint piaci ismeretek és viszonyszámok alapján megállapított többszörösét (szorzószám vagy multiple) vesszük, így meghatározva egy Társaság üzletértékét. A piaci szorzószám többnyire a már az adott iparágban lezajlott tranzakciók során kialakult vételár/EBITDA hányados értékek átlagaként vagy mediánjaként kerül meghatározásra, figyelembe véve az értékelendő társaság

³ A pótlási költség a források esetén is eltérhet azok piaci értékétől. Például egy félév évvel ezelőtt felvett, fix kamatozású forgóeszköz hitel elképzelhető, hogy ma már csak magasabb kamatszint mellett lenne elérhető.

karakterisztikáját. Miután az így módon becsült üzletértékhez hozzáadjuk a likvid eszközök (pénzeszközök) és kamatozó adósság (hitelek és kölcsönök) egyenlegét (nettó adósság), megkapjuk a társaság saját tőkéjének valós piaci értékét.

Piaci megközelítés – Tőzsdén jegyzett, piacvezető társaságok módszere

Egy társaság értékelésénél érdemes megvizsgálni a tőzsdén jegyzett, piacvezető társaságok arányszámaiból származtatott értékelés használatát. Ezt a módszert azonban magyar vállalkozások eltérő likviditása, a méret, a termékmix, a földrajzi elhelyezkedés és tőkestruktúrában belüli eltérések miatt ritkán javasolt alkalmazni.

ÖSSZEGZÉS

A gazdálkodástudományok területén az érték vizsgálatának egyik leginkább elterjedt megközelítése a tulajdonosi vagy más néven részvényesi érték (shareholder value) koncepciója. Fel kell ugyanakkor hívni a figyelmet a hagyományos számviteli eljárások és megközelítésmódok korlátaira és a kapcsolódó értékelési nehézségekre is. Ez egyben azt is jelenti, hogy a hagyományos, pusztán mutatószámokon alapuló értékelés nem alkalmas a vállalati teljesítmény valós összehasonlítására. Ennek illusztrálására bemutattuk, hogy a vállalati tőkeáttétel mértéke még azonos jövedelemtermelő képessége mellett is hatással van a saját tőke arányos nyereség és az eszközarányos nyereség elnevezésű mutatószámok értékére. A szimplán mutatószámokon alapuló megközelítések helyett tehát célszerű komplexebb vállalat-értékelési eljárásokat alkalmazni, ide sorolva az eszköz- és jövedelemalapú módszereket is.

KÖSZÖNETNYILVÁNÍTÁS

A tanulmány a "Nemzetköziesítés, oktatói, kutatói és hallgatói utánpótlás megteremtése, a tudás és technológiai transzfer fejlesztése, mint az intelligens szakosodás eszközei a Széchenyi István Egyetemen" című (azonosító szám: EFOP-3.6.1-16-2016-00017) projekt keretében készült.

IRODALOMJEGYZÉK

- Fernandez, P. (2007) *Company valuation methods. The most common errors in valuations.* Working Paper, No. 449, February, 2007, University of Navarra. <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0449-E.pdf> Letöltve: 2019. 04. 12.
- Khalifa, A. S. (2004) Customer Value: a review of recent literature and an integrative configuration. *Management Decision*, 42(5), pp. 645-666.
- Rappaport, A. (1998) *Creating Shareholder Value – A Guide for Managers and Investors.* New York: The Free Press
- Rappaport, A. (2002) *A tulajdonosi érték – Útmutató vállalatvezetőknek és befektetőknek,* Alinea Kiadó, Budapest
- Reszegi L. (2004) A tulajdonosi érték növelése – a vállalati teljesítménymérés koordinátarendszerének néhány problémája. *Vezetéstudomány*, XXXV. évfolyam, 7-8 szám, 4-15. o.
- Schaltegger, S. – Burritt, R. (2000) *Contemporary Environmental Accounting, Issues, Concepts and Practice.* Sheffield: Greenleaf
- Ván H. (2013) A környezeti hasznok rendszere. *Vezetéstudomány*, XLIV. évf. 12. szám, 30-43. o.