



KONFERENCIAKÖTET

Conference Proceedings

**Nemzetközi tudományos konferencia
a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából**
International Scientific Conference
on the Occasion of the Hungarian Science Festival

Sopron, 2022. november 3.
3 November 2022, Sopron

**TÁRSADALOM – GAZDASÁG – TERMÉSZET:
SZINERGIÁK A FENNTARTHATÓ FEJLŐDÉSBN**

SOCIETY – ECONOMY – NATURE: SYNERGIES IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT

Szerkesztők / Editors:

OBÁDOVICS Csilla, RESPERGER Richárd, SZÉLES Zsuzsanna, TÓTH Balázs István

Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából
International Scientific Conference on the Occasion of the Hungarian Science Festival

Sopron, 2022. november 3. / 3 November 2022, Sopron

**TÁRSADALOM – GAZDASÁG – TERMÉSZET:
SZINERGIÁK A FENNTARTHATÓ FEJLŐDÉSSEN**
SOCIETY – ECONOMY – NATURE:
SYNERGIES IN SUSTAINABLE DEVELOPMENT

KONFERENCIAKÖTET
Conference Proceedings

LEKTORÁLT TANULMÁNYOK / PEER-REVIEWED STUDIES

Szerkesztők / Editors:

OBÁDOVICS Csilla, RESPERGER Richárd, SZÉLES Zsuzsanna, TÓTH Balázs István



SOPRONI EGYETEM KIADÓ

UNIVERSITY OF SOPRON PRESS

SOPRON, 2023

Nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából
International Scientific Conference on the Occasion of the Hungarian Science Festival

Sopron, 2022. november 3. / 3 November 2022, Sopron



Felelős kiadó / Executive Publisher: Prof. Dr. FÁBIÁN Attila,
a Soproni Egyetem rektora / Rector of the University of Sopron

Szerkesztők / Editors:

Prof. Dr. OBÁDOVICS Csilla, Dr. RESPERGER Richárd, Prof. Dr. SZÉLES Zsuzsanna,
Dr. habil. TÓTH Balázs István

Lektorok / Reviewers:

Dr. habil. BARANYI Aranka, Dr. BARTÓK István, Dr. BEDNÁRIK Éva,
BAZSÓNÉ dr. BERTALAN Laura, Dr. CZIRÁKI Gábor, Dr. FARAGÓ Beatrix,
Dr. HOSCHEK Mónika, Dr. habil. JANKÓ Ferenc, Dr. habil. KOLOSZÁR László,
Dr. KÓPHÁZI Andrea, Prof. Dr. KULCSÁR László, Dr. NEDELKA Erzsébet, Dr. NÉMETH Nikoletta,
Prof. Dr. OBÁDOVICS Csilla, Dr. habil. PAÁR Dávid, Dr. PALANCSA Attila,
Dr. habil. PAPP-VÁRY Árpád, PAPPNÉ dr. VANCÓS Judit, Dr. habil. PATAKI László,
Dr. PIRGER Tamás, Dr. RESPERGER Richárd, Dr. habil. SZABÓ Zoltán,
Prof. Dr. SZÉLES Zsuzsanna, Dr. SZÓKA Károly, Dr. TAKÁTS Alexandra,
Dr. habil. TÓTH Balázs István

Tördelőszerkesztő / Layout Editor: Dr. RESPERGER Richárd
Segédszerkesztő / Assistant Editor: NEMÉNY Dorka Virág

ISBN 978-963-334-450-7 (pdf)

DOI: [10.35511/978-963-334-450-7](https://doi.org/10.35511/978-963-334-450-7)

Creative Commons licenc: BY-NC-SA 2.5



Nevezd meg! Ne add el! Így add tovább! 2.5 Hungary
Attribution – Non commercial – Share Alike 2.5 HUNGARY

SZERVEZŐK

Soproni Egyetem Lámfalussy Sándor Közgazdaságtudományi Kar (SOE LKK),
A Soproni Felsőoktatásért Alapítvány

A konferencia elnöke: Prof. Dr. Széles Zsuzsanna egyetemi tanár, dékán (SOE LKK)

Tudományos Bizottság:

elnök: Prof. Dr. OBÁDOVICS Csilla PhD egyetemi tanár, Doktori Iskola-vezető (SOE LKK)

társelnök: Dr. habil. TÓTH Balázs István PhD egyetemi docens, igazgató (SOE LKK)

tagok: Prof. Dr. FÁBIÁN Attila PhD egyetemi tanár (SOE LKK), rektor (SOE)

Prof. Dr. SZÉKELY Csaba DSc professor emeritus (SOE LKK)

Prof. Dr. KULCSÁR László CSc professor emeritus (SOE LKK)

Prof. Dr. SZALAY László DSc egyetemi tanár (SOE LKK)

Prof. Dr. Clemens JÄGER PhD egyetemi tanár, dékán (FOM)

Prof. Dr. Alfreda ŠAPKAUSKIENĚ PhD egyetemi tanár (VU FEBA)

Dr. habil. POGÁTSZA Zoltán PhD egyetemi docens (SOE LKK)

Dr. habil. PAPP-VÁRY Árpád Ferenc PhD tudományos főmunkatárs (SOE LKK)

Dr. Rudolf KUCHARČÍK PhD egyetemi docens, dékán (EUBA FIR)

Szervező Bizottság:

elnök: Dr. RESPERGER Richárd PhD adjunktus (SOE LKK)

tagok: Dr. NEDELKA Erzsébet PhD egyetemi docens, dékánhelyettes (SOE LKK)

Dr. KERESZTES Gábor PhD egyetemi docens, dékánhelyettes (SOE LKK)

Dr. habil. Eva JANČÍKOVÁ PhD egyetemi docens (EUBA FIR)

Dr. habil. KOLOSZÁR László PhD egyetemi docens, intézetigazgató (SOE LKK)

Dr. HOSCHEK Mónika PhD egyetemi docens, intézetigazgató (SOE LKK)

PAPPNÉ dr. VANCSÓ Judit PhD egyetemi docens, intézetigazgató (SOE LKK)

Dr. SZÓKA Károly PhD egyetemi docens (SOE LKK)

titkár: NEMÉNY Dorka Virág kutatási asszisztens (SOE LKK)

ORGANIZERS

University of Sopron Alexandre Lamfalussy Faculty of Economics (SOE LKK),
For the Higher Education at Sopron Foundation

Conference Chairperson: Prof. Dr. SZÉLES Zsuzsanna PhD Professor, Dean (SOE LKK)

Scientific Committee:

Chair: Prof. Dr. Csilla OBÁDOVICS PhD Professor, Head of Doctoral School (SOE LKK)

Co-Chair: Dr. habil. Balázs István TÓTH PhD Associate Professor, Director (SOE LKK)

Members: Prof. Dr. Attila FÁBIÁN PhD Professor (SOE LKK), Rector (SOE)

Prof. Dr. Csaba SZÉKELY DSc Professor Emeritus (SOE LKK)

Prof. Dr. László KULCSÁR CSc Professor Emeritus (SOE LKK)

Prof. Dr. László SZALAY DSc Professor (SOE LKK)

Prof. Dr. Clemens JÄGER PhD Professor, Dean (FOM)

Prof. Dr. Alfreda ŠAPKAUSKIENĖ PhD Professor (VU FEBA)

Dr. habil. Zoltán POGÁTSA PhD Associate Professor (SOE LKK)

Dr. habil. Árpád Ferenc PAPP-VÁRY PhD Senior Research Fellow (SOE LKK)

Dr. Rudolf KUCHARČÍK PhD Associate Professor, Dean (EUBA FIR)

Organizing Committee:

Chair: Dr. Richárd RESPERGER PhD Assistant Professor (SOE LKK)

Members: Dr. Erzsébet NEDELKA PhD Associate Professor, Vice Dean (SOE LKK)

Dr. Gábor KERESZTES PhD Associate Professor, Vice Dean (SOE LKK)

Dr. habil. Eva JANČÍKOVÁ PhD Associate Professor (EUBA FIR)

Dr. habil. László KOLOSZÁR PhD Associate Professor, Director of Institute (SOE LKK)

Dr. Mónika HOSCHEK PhD Associate Professor, Director of Institute (SOE LKK)

Judit PAPPNÉ VANCSÓ PhD Associate Professor, Director of Institute (SOE LKK)

Dr. Károly SZÓKA PhD Associate Professor (SOE LKK)

Secretary: Dorka Virág NEMÉNY Research Assistant (SOE LKK)

TARTALOMJEGYZÉK / CONTENTS

1. szekció (személyes): Fenntartható gazdálkodás és menedzsment, körforgásos gazdaság Session 1 (personal): Sustainable Economy and Management, Circular Economy

Az ökológiai termelés és termékek piacának változásai a COVID-19 okozta megszorítások alatt

Dr. GYARMATI Gábor 11

Fenntartható fejlődés és körforgásos gazdaság a vállalkozások mindennapi életében

Dr. FEKETE-BERZSENYI Hajnalka – Dr. KOZMA Dorottya Edina –

Dr. MOLNÁRNÉ dr. BARNA Katalin – Prof. Dr. MOLNÁR Tamás 26

Fenntarthatóság a divatiparban (?) – Négy divatipari szervezet CSR jelentésének rövid áttekintése, valamint a fenntarthatóságra törekvés fogyasztók általi észlelésének vizsgálata

VIZI Noémi 39

Épített örökségeink fenntarthatósága a volt szovjet laktanyák újrahasznosításának példáján keresztül

TEVELY Titanilla Virág 52

2a. szekció (személyes): A fenntartható fejlődés globális és regionális vetületei

Session 2a (personal): Global and Regional Aspects of Sustainable Development

A migráció mérésének módszertani nehézségei

RUFF Tamás 65

2b. szekció (személyes): A fenntartható fejlődés globális és regionális vetületei

Session 2b (personal): Global and Regional Aspects of Sustainable Development

Munkaérték preferenciák vizsgálata a szállítási ágazatban

Dr. BALÁZS László – Dr. KŐKUTI Tamás 73

3. szekció (személyes): Turizmus és marketing, fenntartható turizmus

Session 3 (personal): Tourism and Marketing, Sustainable Tourism

Studentifikáció Lágymányoson, avagy az újbudai egyetemek hatása a fenntartható turizmusra

KISS Bence Álmos – PORHAJAS Gábor László 85

Book Consumption Literature – Literature Review on the Subject of the Behavior of Book Consumers

Miklós LÉGRÁDI – Dr. habil. Zoltán SZABÓ 96

Szállodaüzemi intézkedések irányvonalai a fenntarthatóság jegyében

MARTOS János András 114

Sportfogyasztási szempontú elemzés a Sopronban rendezett 2021-es Női Vízilabda Magyar Kupáról <i>CSISZÁR Szabolcs János – Dr. habil. PAÁR Dávid</i>	126
---	-----

4a. szekció (személyes): Pénzügyek, számvitel, fenntartható pénzügyek
Session 4a (personal): Finance, Accounting, Sustainable Finance

A könyvviteli szolgáltatási szakma megítélése. Összehasonlító elemzés a 2020. és 2022. évek felmérése alapján <i>Dr. VERESS Attila – Dr. SIKLÓSI Ágnes – Dr. SISA Krisztina A.</i>	136
--	-----

A KKV-szektor hitelezési tendenciának értékelése MNB adatok alapján <i>MÁRKUS Mónika</i>	147
--	-----

Az ellátási láncok fenntartható pénzügyi adaptációja – rövidtávú fizetési kötelezettségek finanszírozása <i>Dr. CZIRÁKI Gábor – HACKL János</i>	158
---	-----

ESG közzététel vizsgálata nemzetközi háttérű kereskedelmi bankok esetében Magyarországon <i>SIKLÓSI Veronika</i>	172
--	-----

4b. szekció (személyes): Pénzügyek, számvitel, fenntartható pénzügyek
Session 4b (personal): Finance, Accounting, Sustainable Finance

A fenntarthatóság és az osztalékpolitika kapcsolata <i>Dr. KUCSÉBER László Zoltán – Dr. CSOMA Róbert</i>	180
--	-----

Pénzügyi és öngondoskodási ismeretek a magyar középiskolák végzős osztályaiban 2021-ben <i>KOVÁCS Zoltán – TÖRÖNÉ Prof. Dr. DUNAY Anna</i>	188
--	-----

A cégértékelés módszertani kihívásai <i>FÁBIÁNNÉ JÁTÉKOS Judit Ilona</i>	203
--	-----

5. szekció (személyes): Sustainable Economy, Management and Development
Session 5 (personal): Sustainable Economy, Management and Development
(session in English)

The Qualitative Characteristics of Accounting Information: A Literature Review <i>Asma MECHTA – Prof. Dr. Zsuzsanna SZÉLES – Dr. Ágnes SIKLÓSI</i>	219
--	-----

Tourism Development in Indonesia - Surakarta City Role Supporting National Tourism Planning <i>Dr. Rizky Arif NUGROHO – Laura BAZSÓNÉ BERTALAN PhD – Judit PAPPNÉ VANCSÓ PhD</i>	228
--	-----

Green Manufacturing Practices Towards Sustainable Development in the Ready-Made Garments (RMG) Industry of Bangladesh <i>Dr. Md. Sadrul Islam SARKER – K. M. Faridul HASAN – Dr. István BARTÓK</i>	241
--	-----

Drivers and Barriers of GSCM Practices Implementation: Literature Review <i>Khouloud CHALLOUF – Dr. Nikoletta NÉMETH</i>	252
--	-----

6. szekció (személyes): Tourism and Marketing, Sustainable Tourism
Session 6 (personal): Tourism and Marketing, Sustainable Tourism
(session in English)

Impact of COVID-19 Pandemic on Tourism Sector in Vietnam <i>Thi Thuy Sinh TRAN – Dr. Nikoletta NÉMETH – Dr. Thai Thuy PHAM – Nhat Anh NGUYEN</i>	259
--	-----

Tourism in Troubled Times: the Economic and Social Effects of Short- and Expected Long-Term Changes <i>Dr. habil. Tamás SZEMLÉR</i>	276
---	-----

Application Areas of Drones: Exploratory Research from Residential and Corporate Perspectives <i>Bendegúz Richárd NYIKOS – Astrid IONESCU</i>	286
---	-----

7. szekció (online): A fenntartható fejlődés globális és regionális vetületei
Session 7 (online): Global and Regional Aspects of Sustainable Development

Németország elektromos személygépjármű exportja az Európai Unió tagállamaival <i>Dr. KONKA Boglárka</i>	295
---	-----

Fenntartható design - új megközelítések a terméktervezésben <i>NÁDAS Gergely – Dr. habil. MOLNÁR László</i>	307
---	-----

Challenges of the Adaptation Planning – Evolution of the Vulnerability Assessment Methodologies <i>Pál SELMECZI</i>	322
---	-----

Szisztematikus irodalmi áttekintés a személygépjárművekbe épülő elektromos hajtáslánc gyártásáról a fenntarthatóság szempontjából <i>Dr. TÓTH Árpád – BEGE András</i>	329
---	-----

Németország az európai labdarúgás térképén – jogi és sportföldrajzi megközelítés <i>Dr. ENGELBERTH István – Dr. VIRÁGH Árpád</i>	344
--	-----

A körforgásosság mérési lehetőségeinek vizsgálata a szállodaüzemeltetésben <i>KARAKASNÉ Dr. MORVAY Klára</i>	360
--	-----

Az állami nyugdíjrendszerek fenntarthatóságának kihívásai <i>SZABÓ Zsolt Mihály</i>	377
---	-----

Competencies for Sustainable Development <i>Zsuzsanna NAGYNÉ HALÁSZ</i>	391
---	-----

8. szekció (online): Turizmus és marketing, fenntartható turizmus
Session 8 (online): Tourism and Marketing, Sustainable Tourism

Gyógynövényturizmus és az abban rejlő lehetőségek
– Az Észak-Magyarországi kínálati oldal primer vizsgálata
PÁSZK Norbert400

Fiatal külföldi turisták pozitív és negatív tapasztalatai Budapesten
Dr. habil. GROTTE Judit – MAGYAR Tímea408

Mit ígér Bükkfűrdő? A városmárka-kommunikáció lehetséges eszközei és csoportosításuk a POE-modell alapján
HORVÁTH Kornélia Zsanett417

9. szekció (online): Fenntartható gazdálkodás, körforgásos gazdaság
Session 9 (online): Sustainable Economy, Circular Economy

Erdei biomassa lehetőségei és korlátai Magyarország energiabiztonságában
VARGOVICS Máté – Dr. NAGY Dániel433

A körforgásos gazdaság és a soproni hulladékfeldolgozó stratégiája
KASZA Lajos – Dr. NÉMETH Patrícia444

10. szekció (online): Sustainable Economy, Management and Development
Session 10 (online): Sustainable Economy, Management and Development
(session in English)

Comparison of the Density of Physicians and General Practitioners in the Hungarian Csongrád-Csanád Country and in the Territorial Units of Vojvodina for the Period 2002-2020
Dr. Ivana KOCSICSKA453

The Re-Consideration of Business Diplomacy and Corporate Social Responsibility for International Business in the Post-Covid-19 World
Anh Tuan TRAN463

Examining the Process of Project Preparation
Attila LEGOZA474

The Relativity between Sustainable Management and Turnaround Management: Evidences and Suggestions for the Hungarian Agricultural Sector
Zsuzsanna VARGA – Dr. habil. Etelka KATITS – Dr. Éva SZALKA – Dr. Ildikó PALÁNYI – Katinka MAGYARI484

Developing countries and Sustainability
Arjana KADIU – Dr. habil. Zoltán SZABÓ504

The Effect of Supply Chain Management in Achieving Sustainability in Supply Chain in Four Seasons Hotel in Syria
Wael ALASFAR519

**The Role of EGTCs and Euroregions in Economic Cooperation Across
the Hungarian-Romanian Border Between the Period 2007-2020**

Melinda BENCZI 531

11. szekció (online): Poszter szekció

Session 11 (online): Poster Session

Procrastination and its Influencet on Retirement Saving Plann

Khaliunaa DASHDONDOG540

Színházi kommunikáció 2.0

Hazai kőszínházak jelenléte Facebookon és Instagramon a pandémia első évében

Dr. DÉR Cs. Dezső – Dr. habil. PAPP-VÁRY Árpád Ferenc – ZRINYI Ivett554

A felnőttképzésben résztvevő álláskeresők elhelyezkedési esélyei

Szabolcs-Szatmár-Bereg megyében

LE-DAI Barbara575

Cost Analysis of Sustainable Concrete Production Using Waste Nanoparticles

Omar ZINAD – Dr. habil. Csilla CSIHA – Prof. Dr. Alya'a Abas AL-ATTAR585

A cégértékelés módszertani kihívásai

Methodological Challenges of Company Valuation

FÁBIÁNNÉ JÁTÉKOS Judit Ilona

PhD-hallgató (*PhD Student*)

Soproni Egyetem, Széchenyi István Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

(*University of Sopron, István Széchenyi Economics and Management Doctoral School - Hungary*)

Absztrakt

Emlékeznek az 1987-ben bemutatott, mára legendássá vált Tőzsdecápák című film főbb jeleneteire, a technikákra, amellyel cégeket emelnek fel, vagy tesznek tönkre, vagy hogyan manipulálják a részvények értékét? Vajon ez csak egy film, vagy van ebben valamennyi igazság? Jelen cikkben arra keresem a választ mennyit ér egy vállalat, egyáltalán meghatározható-e a vállalat értéke? Meg lehet-e határozni, ha eladásra kerül egy társaság, vagy részvények kerülnek a piacra, a tőzsdére, hogy mi az az összeg, amely mindezekért kifizethető, és a piac által meghatározott ár azonos-e az értékkel? Léteznek-e tudományosan alátámasztott módszerek, amelyek segítségével az érték meghatározható? És ha igen, akkor milyen pontossággal tudják ezek valaminek az értékét alátámasztani? Konklúzióként elmondható, hogy a modern értékelési szemlélet a modern vállalati pénzügyek, a vállalati stratégiák és a tőkepiaci elméletek fejlődése nyomán alakult ki, és ebből következik, hogy a vállalatértékelés nem csupán számviteli, hanem komplex közgazdasági feladat, amely magas szintű pénzügyi és közgazdasági ismereteket igényel.

Kulcsszavak: cégérték, számvitel, pénzügy, értékelési módszertan

JEL-kódok: G32, M41

Abstract

Do you remember the main scenes and techniques featured in the legendary film Wall Street (1987) by which they elevate or destroy companies or manipulate share quotations? Is it only a film or is there some truth behind the scenes? In my dissertation I am looking for the answer to that, how much is a company's value? Can company value be defined at all? When a company or shares are offered for sale on the market or the stock market, can a reasonable price be determined and does the market price equal the company value? Are there scientifically substantiated methods to help define a value? And if so, how accurately can these methods evaluate something? We can draw the conclusion that the modern theory of valuation has evolved as a result of the advent of modern corporate finances, corporate strategies and capital market theories, and consequently, company valuation is not merely an accounting problem anymore, but a complex economic task that requires advanced financial and economic knowledge.

Keywords: company valuation, accounting, finance, valuation methodology

JEL Codes: G32, M41

1. Bevezetés

A gazdasági és a piaci viszonyok változása, a magántőke térhódítása, a piacok globalizálódása, a nemzetközi verseny erősödése, és az információs forradalom új kihívást jelentenek a magyar és a nemzetközi vállalatok számára, valamint egyre nagyobb teret nyer napjainkban a tulajdonosi érték maximalizálását biztosító menedzsment gyakorlat, az értékközpontú vezetés. Ha egy

racionális, hozammaximalizáló befektető befektetési alaptéziséből indulunk ki, „*egy befektető soha nem fizet többet egy eszközért, mint amennyit ér.*” (Damodaran, 2006, p. 1.) A fenti tézisből kiindulva a tanulmány célja a cégértéket alakító tényezők, a cégérték lehetséges forrásainak részletes bemutatása, továbbá a különböző értékelési, mérési módszerek elemzése, azok előnyeinek és hátrányainak meghatározása a vállalat- és üzletrész-értékelés számviteli összefüggéseinek bemutatása és annak a – bizonyos körökben máig – kitartó hitnek a megdöntése, hogy csupán számviteli adatok alapján egy cégértékelés elvégezhető. Kutatásom a fellelhető releváns szakirodalom feldolgozásán alapul. A téma összetettsége miatt korántsem lehet vállalkozni egy cikk keretei között az egyes kérdéskörök, illetve az értékelés minden aspektusának bemutatására. Jelen cikkben az **elsődleges cél az értékelés eszköztárának, a számvitel adta lehetőségeknek a bemutatása és elemzése, elsősorban számviteli megközelítésben.**

2. Az értékelés eszköztára

Gyakran merül fel kérdésként, hogy meg lehet-e határozni, ha eladásra kerül egy társaság, vagy részvények kerülnek a piacra, a tőzsdére, hogy mennyi az az összeg, ami mindezekért kifizethető, és a piac által meghatározott ár azonos-e az értékkel? Mennyit ér egy vállalat, egyáltalán meghatározható-e a vállalat értéke? A fenti kérdésekből is látható, hogy az értéket, az „*értékről alkotott véleményt realitásokkal kell alátámasztani, amiből az következik, hogy bármely eszközért fizetett árnak tükröznie kell azt a pénzáramlást, amelyet attól elvárunk.*” (Damodaran, 2006, p. 1.) A fentiekre alapozva kijelenthető, hogy a cégértékelés egy rendkívül összetett feladat, amelynek elvégzéséhez számos eszközt kell igénybe vennie az értékelőnek ahhoz, hogy egy megalapozott, és a valós piaci értékhez közelítő értéket tudjon meghatározni, amelyről elmondható, hogy az a cég adott pillanatbeli értéke. Ezt a bonyolult feladatot milyen rendelkezésre álló eszköztárral tudjuk megvalósítani? Kezdjük a legkézenfekvőbb dologgal, a rendelkezésre álló adatokkal: az értékelés során kiindulópontként szükséges a múlt megismerése, amelynek adatbázisai az adott vállalkozás előző évi beszámolóinak, főkönyvi nyilvántartásainak adatai, az ezekből kiolvasható egyéb információk, a cég üzleti jelentése, az egyéb nyilvános adatbázisokban elérhető adatok, illetve a megbízott értékelő által a vezetéssel készített interjúk. De nem elegendők csupán a múltbeli adatok, hiszen a cég mai értékét nem a múltja, hanem a jövője alapján lehet korrektül meghatározni.

3. Vagyoni, pénzügyi helyzet elemzése

Egy cég értékelésekor alapvető feladat, de működése során is gyakran adódhat olyan helyzet, hogy szükségessé válik a vállalat vagyoni és pénzügyi helyzetének a pontos ismerete. Egy cég vagyoni helyzetét a cég számviteli törvény alapján összeállított beszámolójának adataiból ismerhetjük meg, és ezekből az adatokból különböző elemzések végezhetők. De mit mutathat a mérlegből kiolvasható vagyoni érték? A piaci értéket? Ez is lehet egy megközelítése a cégértéknek, de véleményem szerint korántsem határozható meg kizárólag számviteli adatok alapján a piaci ár, annál is inkább, mert számos probléma merül fel a számviteli alapon történő értékeléssel szemben. Juhász (2004) szerint a könyv szerinti érték nem azonos a vállalat eszközei piaci értékével (*fair market value*). Hiszen a számviteli adatokkal kapcsolatban gyakran felmerülő probléma a számviteli adatok valóságának, hitelességének a kérdése, továbbá az értéket akár jelentősen befolyásolják az alkalmazott értékelési eljárások is. Hiányossága még, hogy nem tartalmaz a vállalat jövőjére vonatkozó információkat, valamint nem veszi figyelembe a mérlegen kívüli tételek értéket befolyásoló hatásait sem. Egy cégértékelés esetén a fentiekből következően az értékelő legelső feladata a vállalat pénzügyi helyzetének a feltérképezése és részletes elemzése, amelyhez részben különböző statikus és dinamikus mutatószámokat használ. A pénzügyi helyzet elemzése alapvetően két fő területre terjed ki, egyrészt vizsgálni kell a

cég eladósodottságának mértékét, azaz adósságállományát, másrészt a rövid távú fizető képességét, azaz a likviditását. A pénzügyi helyzet elemzése azért is kiemelten fontos feladat az értékelő számára, mert a vállalkozás által alkalmazott finanszírozási politika, azaz a tőkestruktúrára vonatkozó döntések és ebből fakadóan a tőkeáttétel nagysága szintén befolyásolja a cég értékét. A pénzügyi alaptétel és a pénzügyi stabilitás alapja, hogy a finanszírozási források lejáratára kialakítása során az eszközök finanszírozási igényéből kell kiindulni. Bradley és Myers (2011) megfogalmazása szerint *a tőkeszerkezet nem más, mint a pénzeszközök azon kombinációja, amelyekkel a vállalat reáleszközökbe történő beruházását finanszírozza*. A megfeleltetési szabályt az 1. ábra szemlélteti.

	Saját tőke	T ő k e s z e r k e z e t	F i n a n s z i r o z á s i s z e r k e z e t
Tartósan lekötött eszközök	Hosszú lejáratú források		
Rövid lejáratú eszközök, forgóeszközök	Rövid lejáratú források		

1. ábra: Eszközök és források lejáratati szerkezete
 Forrás: Saját szerkesztés Ulbert (2018) alapján

A tőkeszerkezet azonban folyamatosan változó, a vállalatok beruházásait és működésüket nem mindig ugyanazon forráskombinációk felhasználásával finanszírozzák. Amennyiben a vállalkozás tőkeszerkezete megváltozik, változik az eladósodottság foka, ez egyben a kockázatok növekedését, vagy csökkenését is jelenti. Mit jelent a kockázat, és hogyan mérhető? A kockázat definíciója Damodaran A. (2006, p. 61.) szerint: *„Azok a befektetők, akik eszközöket vásárolnak, azt várják, hogy az eszköz tartása során hozamokat érnek el. A tartási periódus alatt elért tényleges hozamaik eltérhetnek a várt hozamoktól, és a kockázat forrása éppen a tényleges és elvárt hozamok közötti eltérés.”* A **tulajdonosok által elvárt hozam** az elméletek szerint két fő részből tevődik össze: a kockázatmentes hozam és a kockázati prémium összegéből, ezzel szemben a **külső finanszírozási források tőkekölsége**: a kockázatmentes hozam és a vállalat teljesítési kockázata, mínusz a hitelből származó adóelőnyök összege. A fenti mutatók kombinációjából számítható az átlagos tőkekölség, ami nem más, mint a különböző finanszírozási elemek költségeinek súlyozott átlaga, ahol a számításhoz a piaci érték alapján határozzuk meg a súlyokat. Ezt a mutatót hívja a szakirodalom **súlyozott átlagos tőkekölségnek** (*Weighted average cost of capital - WACC*).

A fenti összefüggésen alapul a tőkeszerkezet választásos (trade-off theory) elmélet, amely szerint a vállalat értéke egyenlő a tisztán saját tőkéből való finanszírozás melletti érték, plusz az adómegettakarítás jelenértéke, mínusz a pénzügyi nehézségek költségének jelenértéke, és az elmélet szerint létezik egy olyan hitel arány, amelynél a vállalat értéke a maximális. *„Az elmélet szerint az optimum akkor következik be, amikor a pótlólagos hiteleknek köszönhető adómegettakarítás*

karítások jelenértéke éppen megegyezik a várható nehézségek költségei jelenértékének növekményével.” (Bradley & Myers, 2011, p. 485.) A fentiekből az is látható, hogy egy vállalkozás pénzügyi stratégiájának akár jelentős szerepe is lehet a cég értékének alakításában. **A fenti elméletnek jelentősége lesz majd a diszkontált cash flow módszer bemutatásánál.**

Az elemzés és az értékelés során további fontos információkkal szolgálnak a jövedelmezőségi és a hatékonysági mutatók. Ulbert (2018. p.138.) megfogalmazása szerint a jövedelmezőségi ráták azt mérik, „*hogyan a vállalat milyen mértékben képes profitot realizálni az értékesítési folyamatban, az összes eszköz segítségével a részvényesek, tulajdonosok befektetéseire.*” Továbbá „*a hatékonysági mutatók hasznossága abban áll, hogy a korábbi évek adataival összehasonlítva nyomon követhető a hatékonyság alakulása, valamint megfelelően megválasztott referencia-vállalatok adataival összemérve képet kaphatunk a vállalat iparági átlaghoz képesti helyzetéről.*” (Takács, 2015, p. 25.) **A hatékonysági elemzések mutatószámait használjuk majd a szorzószámú értékelés során.**

4. Értékelési módszerek

A vállalat értékét többféleképpen is definiálhatjuk, meghatározhatjuk a **vállalat cégértékét** (Enterprise Value), illetve meghatározhatjuk a **tulajdonosi értékét** is (Equity Value vagy Shareholder Value). De nem csak különböző értékeket határozhatunk meg, hanem az utóbbi évtizedben a magyar és a nemzetközi szakirodalomban a különböző értékelési eljárások széles skálája került bemutatásra, amelyet a 2. ábra szemléltet. Az értékelési módszerek sokszínűsége azonban különböző, egymástól sok esetben jelentősen eltérő eredményre vezet, amely akár jelentős értékkülönbségeket okoz, ez növeli az értékelés bizonytalanságát, és a vele szembeni bizalmatlanságot. Elmondhatjuk azt is, hogy valamennyi módszer hasznos lehet számunkra, de nem ugyanazon célok érdekében. Ezért az **értékelést végzőnek mindig az az egyik alapvető feladata**, hogy az **alkalmazható módszerek közül kiválassza azt az egyet, vagy ha lehetséges, néhány módszert, amely az elérendő cél megvalósítása érdekében a rendelkezésre álló adatok és információk alapján vélhetően a piaci értékhez a legközelebbi értéket adja.**

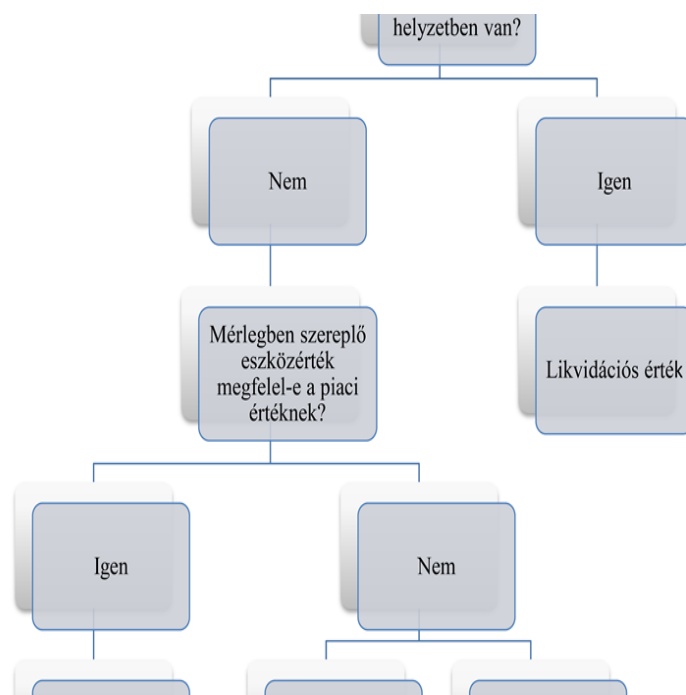


2. ábra: Vagyonértékelési módszerek

Forrás: Saját szerkesztés

Vagyonalapú értékelés

A vagyonérték koncepció szerint a vállalat tulajdonosi értéke azonos az összes eszköz és összes kötelezettség különbségével, amelyet nettó eszközértéknek is nevezünk. Hiányossága, hogy nem veszi figyelembe a különböző vagyonelemek jövedelemtermelő képességét, figyelmen kívül hagyja a humántőke értékét, a goodwillt és ezek jövedelemtermelő képességét.



3. ábra: Vagyonalapú értékelési módszer kiválasztása

Forrás: Saját szerkesztés Takács (2015) alapján

A megfelelő eljárás kiválasztása érdekében célszerű egy döntési fát felállítani a 3. ábra szerint, amely alapján könnyen kiválasztható az alkalmazandó eljárás. A döntési fa alapján látható, hogy az alkalmazandó módszer kiválasztása elsősorban azon múlik, hogy a vállalat csődhelyzetben van-e, vagy alkalmazható a vállalkozás folytatásának elve. Jellemzően azonban a piaci érték a könyvviteli nyilvántartásokból nem olvasható ki, hiszen a magyar számviteli szabályozás szerint az eszközöknek csak bizonyos csoportjai (befektetett eszközök, készletek, pénzügyi instrumentumok bizonyos köre) értékelhetők piaci értéken, illetve a szabályozás szerint a piaci értékelés fordulónapi értékelést jelent, viszont a vállalat és üzletresz-értékelés időpontja csak rendkívüli esetekben azonos a mérleg fordulónapjával. Az alábbi 1. táblázatban röviden bemutatott előnyök és hátrányok szerint azt is elmondhatjuk, hogy a **vagyonérték koncepció fő hátránya, hogy a múlt adataiból kiindulva és a választott számviteli politikától nem függetlenül határozza meg a vállalat értékét.**

1. táblázat: Vagyonértékelés eljárások

Értékelési módszerek	Előnyei	Hiányosságai
Könyv szerinti érték	Az adatgyűjtés egyszerű, az adatok a számviteli nyilvántartásokból kinyerhetők, de nem a piaci értéket mutatja. Függ a számviteli politikától.	Nem veszi figyelembe a vállalkozás jövedelmezőségét és az értéket jelentősen befolyásolja az értékcsökkenési politika.
Korrigált könyv szerinti érték	Az adatgyűjtés viszonylag egyszerű, a számviteli adatokból indul ki, és egyes eszközök és kötelezettségek tekintetében a piaci értéket veszi figyelembe.	A magyar számviteli szabályozás szerint nem az összes, csak meghatározott eszközök értékelhetők át, továbbá ez a módszer sem veszi figyelembe a jövedelmezőséget.
Rekonstrukciós érték	Az adatgyűjtés a főbb vagyonelemek tekintetében viszonylag egyszerű, az értékelés időpontjában érvényes várható beruházási értéket veszi figyelembe.	Nem veszi figyelembe a vállalkozás jövőbeli jövedelemtermelő képességét és az értéket nagyban befolyásolja az alkalmazott értékcsökkenési politika.

Forrás: Saját szerkesztés Takács (2015) alapján

A vagyonerék koncepció alkalmazásával megállapított értéket az éppen alkalmazott számviteli politika akár jelentősen torzíthatja is, **emiatt cégfelvásárlások, befektetői döntések megalapozására** véleményem szerint **nem alkalmas**. Azonban gyakran előtérbe kerül ez az értékelési módszer kisvállalkozások, családi vállalkozások értékelése esetén.

Piaci alapú értékelés

A piaci alapú értékelés alap gondolata az, hogy a valós értéket csak a piac tudja meghatározni, és csak a piac rendelkezik az összes olyan releváns információval, amelyek alapján a valós érték meghatározható. A piaci alapú értékelés szempontjából a legfontosabb mutatószámok az úgynevezett összehasonlító mutatók, amelyeket három nagy csoportba sorolhatunk be, úgymint az **árbevétel-alapú szorzók, eredmény-alapú szorzók, könyvszerinti érték alapú szorzók**. Az összehasonlító mutatószámok alatt minden esetben valamilyen arányszámot értünk, és az értékelés során „*egy eszköz árát hasonló eszközök árából határozzuk meg, valamilyen közös mutatóval*”. (Damodaran, 2006, p.18.)

A relatív értékelés, vagy szorzószám módszer az, amely során az értékelő megfelelően megválasztott referenciaminta adataiból képzett szorzószám, például EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Árbevétel segítségével becsüli meg a vállalat aktuális piaci értékét. A 2. táblázatban tekintjük át röviden az eredmény alapú szorzók használatának jellemző tulajdonságait.

2. táblázat: Értékelési eljárások - szorzószám

Értékelési módszerek	Előnyei	Hiányosságai
<i>P/E</i>	A legegyszerűbb direkt módszer – tőzsdei cégek alkalmazzák.	Nem tükrözi pontosan az üzleti tevékenység jövedelmezőségét. (tőkeszerkezet függő)
<i>EV/EBIT</i>	A kalkulált cégérték független az adóhatástól és a tőkeszerkezettől. Kvázi cash-flowként működhet.	Nem veszi figyelembe az adókat és a tőkeigényt. Érzékeny az értékcsökkenés számviteli manipulációira.
<i>EV/EBITDA</i>	A kalkulált cégérték független a tőkeszerkezettől, a számviteli politikától és az adózási szabályoktól. Kvázi cash-flowként működhet.	Nem veszi figyelembe az adókat, az értékcsökkenési leírást, a beruházás mértékét és a tőkeigényt, ami torzító tényező a tőkeigényes vállalatok esetében.
<i>EV/Árbevétel</i>	A cégérték és a tőkeérték meghatározására is alkalmas negatív EBITDA mellett. Kevésbé érzékeny a manipulációkra, illetve a számviteli „trükkökre”.	Figyelmen kívül hagyja a vállalkozás jövedelmezőségét, ami az értékelés alapja. A vállalatok jövőbeli jövedelmezőségének bizonytalansága miatt pontatlan.

Forrás: Saját szerkesztés Almási (2019, 2000a) alapján

Hozamalapú értékelés

A hozamalapú, azaz a diszkontált cash flow (*discounted cash flow, DCF*) értékelési koncepció alapvetően a tulajdonosi értékmaximalizáló elméleten alapszik, amely a jövőirányultsága, közgazdasági és matematikai megalapozottsága miatt a legnépszerűbb vagyoneértékelési eljárás. Alapjait Modigliani – Miller fektette le (1958) a híres Modigliani – Miller I. a „tőkestruktúra-irrelevancia” tételben, amely elmélet a későbbiekben általuk és több más kutató által is korrigálásra került. Az elméletek sorában a következő mérföldkő a tőkepiaci értékelés modellje, azaz a CAPM-modell (*capital asset pricing model*), amely Treynor, Sharpe, Lintner és Mossin nevéhez fűződik. A számítás képletében szerepel az eszköznek a nem diverzifikálható, vagyis a szisztematikus kockázatra vonatkozó érzékenységi mutatója, amely a béta-koefficiens (β), melynek értéke függ: a portfólió egyedi kockázatától, szórásától, valamint a hozamok együtt mozgásától és annak irányától.

Egy részvény elvárt hozama = Kockázatmentes hozam + β * Piaci kockázati prémium. Azaz minél nagyobb a kockázat, annál nagyobb az elvárt hozam. Egy vállalat bétáját három tényező befolyásolja: az üzletág kockázata, amelyben működik, a működési tőkeáttételek mértéke, a vállalat finanszírozási tőkeáttétele. A hetvenes évek végétől elterjedt elmélet szerint a vállalat célja a részvényesek vagyonának és a vállalat értékének maximalizálása, amely elmélet szerint a vállalat értékét a jövedelemtermelő képessége és az ebből származó szabad pénzáram határozza meg (Juhász, 2004). Ebből következően a diszkontált cash flow koncepció legnagyobb előnye a korábbi értékelési modellekkel szemben, hogy **figyelembe veszi a pénz időértékét**, és a vállalat értékének becslésekor **azt vizsgálja, hogy a vállalat a jövőben milyen mértékben lesz képes a befektetők által elvárt megtérülést teljesíteni**. Az elmélet szerint a vállalat értéke a DCF módszer alkalmazásával megegyezik a jövőbeli pénzáramok diszkontált jelenértékével,

$$V_0 = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \dots = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

ahol CF (*cash flow*) az adott periódus előre jelzett szabad pénzáramlását, „r” a megfelelően megválasztott diszkontrátát jelöli. A diszkontráta jellemzője, hogy a becsült pénzáramlások kockázatoságának függvényében változik, kockázatosabb befektetések esetén magasabb, biztonságosabb befektetés esetén alacsonyabb.

A DCF módszernek számos típusa létezik, de ezek közül kettő a legelterjedtebb, amelyek röviden bemutatásra kerülnek, ezek a **Free Cash Flow (FCF)** és az **Equity Cash Flow (ECF)** módszer.

Free Cash Flow módszer (FCF)

A Free Cash Flow (vagy szabad cash flow) a működésből származó, adózás utáni pénzáramot fejezi ki, amelyet a társaság a szokásos működése során kitermel, és amelynek felhasználásáról a tulajdonosok dönthetnek. A szabad cash flow azonban nem azonos a számviteli cash flow-val, és a szabad cash flow több, mint a hagyományos cash flow, hiszen megmutatja a vállalat normál üzleti tevékenységének pénzáramát, amely a forrást biztosítók rendelkezésére áll. „A vállalatérték meghatározásához a Free Cash Flow értékeket jelenértékre kell diszkontálni. Ha hozamként az FCF értéket vesszük figyelembe, akkor ennek diszkontálásához a tőke súlyozott átlagköltségét (WACC) kell felhasználnunk.

$$WACC = w^E * R^E + w^D * R^d * (1 - T)$$

Tehát a WACC nem más, mint a saját tőke megkövetelt megtérülésének és az idegen tőkeadózás utáni költségének a tőkestruktúrával súlyozott átlaga.” (Takács, 2015, p. 45.) A Free Cash Flow-t az adózás és kamatfizetés előtti eredményből (EBIT) kiindulva számítjuk ki az 3. táblázatban leírtak szerint.

3. táblázat: Free Cash Flow meghatározása

= Kölcsöntőke hatásától megtisztított eredmény
+ Amortizáció
- Befektetett eszközök növekménye
- Forgótőke növekménye
+ Értékelési tartalék növekménye
= Free Cash Flow (FCF)

Forrás: Saját szerkesztés Takács (2015) alapján

A tapasztalatok azt mutatják, hogy míg az értékelők a szükséges pénzáramlás elveiben legtöbbször az elméleti módszertant szigorúan követik, a tőkeköltség (WACC) képletét gyakran nem igazítják az adott értékelési helyzethez, hanem az általános képlettel számolnak. Ez azonban korántsem helyes, ugyanis a helyzetet bonyolítja, hogy a finanszírozásnak a kamat mellett még további különböző tranzakciós költségei is vannak, amelyekhez különféle adóhatások kapcsolódnak, így nem elegendő csak a kamatfizetés és a hozzákapcsolódó adóhatások figyelembevétele, hanem vizsgálni szükséges a többi költséget/ráfordítást és azok adóhatásait is. A vállalatértéke az FCF módszer alkalmazásával legegyszerűbben az örökjáradék modellel írható fel az alábbiak szerint:

$$V_{firm}^0 = \frac{FCF}{WACC}.$$

A fenti képlet használatával kapcsolatban azonban az alábbi három alapvető problémára szükséges felhívni a figyelmet. Az **első probléma**, hogy csak a már lezárt időszakok adataival foglalkozik, és nem számol a jövőbeli időszakok FCF adataival. Ezt úgy lehet áthidalni, hogy az értékelő becsléssel állítja elő a jövőbeli adatokat, amennyiben rendelkezésre állnak belső stratégiai adatok, vagy ha nincs betekintése a belső adatokba, akkor ún. extrapolációval, a múltbeli adatok előrevetítésével tudja a jövőbeli adatokat megbecsülni. A **második probléma** a jövőbeli tőkeköltség becslése. Ennek lehetséges megoldása, hogy valamilyen referencia-kamatlábát vesznek figyelembe, amelyet a jövőbeli bizonytalanságok figyelembevétele érdekében kockázati prémiummal növelnek. A **harmadik probléma** a végtelen örökjáradék alkalmazása, hiszen ez túlzottan leegyszerűsíti a valóságot, mert az örökjáradék modell alkalmazásával kapott érték jelentős „súlyt” jelenthet a vállalat értékén belül s mivel ez csak becslés, kis eltérés is jelentős értékkülönbséget okozhat. Ezt a problémát lehet kezelni a konstans növekedési FCF modell vagy a többfázisú FCF modell alkalmazásával. A **többfázisú modellek** jellemzője, hogy több szakaszra bontják fel a jövőt, így lehetőség nyílik szakaszonként eltérő hozamfeltételek és a kockázatok figyelembevételével növekvő WACC értéket beépíteni, amely a kockázatok jobb kezelését teszi lehetővé. A gyakorlatban a két- vagy háromfázisú modellek a legelterjedtebbek.

Equity Cash Flow módszer (ECF)

„Az Equity Cash flow azt a pénzáramot fejezi ki, amely a tulajdonosok számára a beruházások, a forgótőke-szükséglet kielégítése, az idegen tőke törlesztő részleteinek és kamatainak kifizetése, valamint az új adósság igénybevétele után elérhető.” (Takács, 2015, p. 48.)

4. táblázat: Equity Cash Flow meghatározása

- Kölcsöntőke utáni tárgyévi kamat
+ Kamat adóhatása (Kamat * Adóráta)
- Idegen tőketörlesztés
+ Új idegentőke-bevonás
= Equity Cash Flow (ECF)

Forrás: Saját szerkesztés Takács (2015) alapján

Az Equity Cash Flow meghatározása az 4. táblázat szerint történik. A jövőre előre jelzett Equity Cash Flow összegeket a saját tőke költségével, azaz a tulajdonosok által támasztott minimális megtérülési elvárással diszkontálva közvetlenül kapjuk a saját tőke becslött értékét. Az ECF azt a pénzmennyiséget fejezi ki, ami egy adott üzleti évben a tulajdonosok számára osztalékként kifizethető.

Összefoglalva elmondhatjuk, hogy a **DCF módszer a legátfogóbb módszer a cégérték meghatározására**, emiatt a gyakorlatban nagyon sokszor kerül alkalmazásra. Azonban a DCF modellnek is vannak hátrányai és hiányosságai, amelyet összefoglalóan az alábbi, 5. táblázat mutat be.

5. táblázat: A DCF módszerek előnyei és hátrányai

Értékelési módszerek	Előnyei	Hiányosságai
<i>Diszkontált Cash Flow (DCF)</i>	A legátfogóbb módszer a cégérték meghatározására. A cégérték és a tőkeérték meghatározására is alkalmas.	Több szintű feltételrendszerre épül. A jövőbeli bizonytalanságok miatt jellemzően a tervezési időszak hosszával arányosan nő a pontatlansága.

Forrás: Saját szerkesztés Almási (2020c) alapján

Hozzáadott érték típusú eljárások

A hozzáadott érték típusú eljárások a vállalatértékelési módszertan legújabb megközelítését képviselik. Kifejlődésüknek az alapja az értékalközpontú vezetési szemlélet megjelenése, amely a vállalat hosszú távú értéknövelését támogató eljárásokat helyezi a középpontba és magában foglalja az értéknövelést támogató vezetési eljárásokat. A legismertebb hozzáadott érték alapú modellek a **gazdasági hozzáadott érték** (*Economic Value Added, EVA*), a **piaci hozzáadott érték** (*Market Value Added, MVA*), valamint a **befektetésre vetített megtérülési ráta** (*Cash Flow Return On Investment, CFROI*). A koncepció szerint alapvetően a vállalat értéke három tényező függvénye: A meglévő eszközök pénzáram termelő képessége, a vállalat újrabefektetési hajlandósága a jövőbeli növekedés megteremtése érdekében, továbbá ezt befolyásolja még az újrabefektetések minősége és a tőkeköltség alakulása. Azonban azt is szükséges megemlítenünk, hogy ezek a módszerek különböző feltevésekkel élnek, és gyakran azt feltételezik, hogy a jelenlegi gazdasági növekedés nem a jövőbeli növekedés kárára vagy a befektetési kockázat növekedése mellett valósul meg. Amennyiben ezek a felvételek nem teljesülnek, lényeges értéktorzulásokhoz vezethet a mutatók alkalmazása. A 6. táblázat a módszer főbb előnyeit és hátrányait mutatja be.

Gyakran megfogalmazott kritika a módszerrel szemben a rövidtávú szemlélet, hiszen az EVA alapján ösztönzött menedzser a gyorsabban megtérülő és a nagyobb megtérülést produkáló projekteket részesítheti előnyben.

6. táblázat: Az EVA módszer előnyei és hátrányai

Értékelési módszerek	Előnyei	Hiányosságai
Gazdasági hozzáadott érték (EVA)	<p>Projekt szemlélete alapján a projektek értékelésével a hozzáadott érték mérhetővé válik és a vállalászási értékteremtés menedzselhető.</p> <p>Módszere lényegében az FCF módszer eszközoldali megközelítése. Számításainak alapja a jövőben megtermelhető pénzjövdelem jelenértéke.</p> <p>Ha a vállalkozás információs és kontrolling rendszere megbízható, akkor eredménye megbízhatóbb a cash flow alapú számításoknál.</p>	<p>Változó eszközszerkezetű, változó tevékenységű vállalkozások esetén nehezen alkalmazható.</p> <p>A sok változó miatt minden téves adat jelentős torzításokat okozhat.</p> <p>A jövőbeli hozzáadott érték becslése az időbeli távolság miatt többletkockázatot jelent.</p> <p>Megbecsülhetetlen a jövőbeli hozamelvárás, nagyon szubjektív a diszkontfaktor meghatározása.</p> <p>A hosszabb tervezési periódus változékony befektetési környezetben lényeges kockázatokat rejt.</p>

Forrás: Saját szerkesztés Takács (2015) alapján

Egy vállalat befektethet projektbe azzal a céllal, hogy növelje a gazdasági hozzáadott értéket, de ha ezek a beruházások növelik a működési kockázatát és ezen keresztül a tőkeköltséget, akkor végül úgy járhat, hogy csökken a vállalat értéke.

5. Nemzetközi értékelési standardok

A cégértékeléssel összefüggésben röviden szólnunk kell azokról az alapvető elvárásokról, amelyeket a vállalatértékeléssel szemben támasztanak, illetve amelynek a cégértékelés kapcsán meg kell felelni. A vállalatértékelésben legátfogóbb és nemzetközi viszonylatban leggyakrabban használt nemzetközi értékelési standard a *Nemzetközi Értékelési Standardok (International Valuation Standards, IVS)*, egy standard gyűjtemény, amelyet a Nemzetközi Értékelési Standard Tanács (*International Valuation Standard Council, IVSC*) bocsát ki. Az IVS azonban nem minősül jogszabálynak, csak ajánlásnak, így az alkalmazása a cégértékelésben nem kötelező, de a nemzetközi értékelési gyakorlatban alkalmazása alapvető elvárás. Az IVS 2020 szerkezete az alábbiak szerint épül fel: Bevezetés, Glosszárrium, IVS Keretelvek, Általános standardok, Konkrét eszközökre vonatkozó standardok (IVSC, 2019).

Röviden összefoglalva a fentiekben részletezett **IVS 2020** standard előírásait elmondható, hogy egységes, jól hasznosítható elveket és kereteket biztosít az értékelők számára. Takács (2021) véleménye szerint **előnye**, hogy alkalmazása és átvétele esetén az **értékelések egységes alapelvek alapján** készülhetnek. **Hátránya**, hogy **csupán ajánlásokat** tartalmaz, és **kereteket határoz meg**, amelyek alkalmazása **nem kötelező** az értékelőkre nézve, további hátránya még, hogy **a nemzetközi számviteli fogalmakat és elveket használja**, emiatt **megkövetel alapvető nemzetközi számviteli ismereteket** és a **magyar számviteli környezetben csak az adatok transzformációját követően alkalmazható**. Alkalmazása Magyarországon nem kötelező, így az értékelőre van bízva, hogy milyen értékelési elvek mentén végzi az értékelést. **Célszerű lenne Magyarországon is egységes cégértékelési gyakorlat és szabályok bevezetése**, úgy ahogy Németországban történt az Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) által összeállított IDW S1 (*Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland Standard 1*) értékelési standardok bevezetésével.

6. A számviteli adatok korrekciói

A cégértékelést végző értékelők egy része kitarotán hisz abban, hogy a cég értékét csak a számviteli kimutatások adatai alapján lehet meghatározni. Abban alapvetően igazuk van, hogy egy cég elemzése során tudnunk kell, hogy milyen típusú eszközök vannak a társaság birtokában, mekkora ezeknek az eszközöknek az értéke, és mennyire bizonytalan ez az érték. Számviteli nézőpontból az eszköz értéke nagymértékben a bekerülési értéken alapszik, azonban az üzleti érték meghatározása szempontjából ez koránt sem helytálló szemlélet.

Azonban, ahogy a korábbiakban már szóltam róla, lehetnek esetek, amikor a cég értékét a könyv szerinti értékből kiindulva lehet és kell meghatározni, de szinte minden esetben szükséges korrekciós tételek alkalmazása. Véleményem szerint a vállalatértékelés kiindulópontjaként a legjobban a befektetői számvitel szemlélete használható, amely alapján a pénzügyi szemléletű vállalati mérleg a 4. ábra szerint írható fel.

Eszközök		Források	
<ul style="list-style-type: none"> - Beruházások - Mai pénzáramlások generálása - Hosszú távú (fix) és rövid távú eszközök (működő tőke) 	} Már meglévő eszközök	Hitel	<ul style="list-style-type: none"> - Rögzített pénzáramlás követelések - Nincs részvétel a vezetésben - Rögzített lejárat - Adócsökkentő hatás
<ul style="list-style-type: none"> - A jövőbeli beruházások várható értéke 	} Eszközök növekedése	Saját tőke	<ul style="list-style-type: none"> - Reziduális pénzáramlás követelések - Meghatározó részvétel a vezetésben - Nincs lejárata

4. ábra: Pénzügyi szemléletű vállalati mérleg

Forrás: Damodaran (2006, p. 27.)

A mérleg alapján számos pénzügyi kérdés merül fel az eszközök értéke, a kockázatok, az eszköz növekmények becsült értéke, a hitelek és a saját tőke kockázat kérdéskörben, amelyekre az értékelés során választ kell keresni. Fontos megemlítenünk, hogy a mérlegadatokat és a számvitelből nyerhető egyéb információkat az értékelés szempontjából további korrekciós tényezők figyelembevételével szükséges módosítanunk. Ilyen további korrekciós tényezők: ország specifikus korrekciók, amelyek az eltérő jogrendből, a gazdaság eltérő állapotából és a történelmi különbségekből, a makrogazdasági különbségekből; az egyes ágazatok vagy vállalatok eltérő életciklusából, mérlegen kívüli tételekből fakadhatnak.

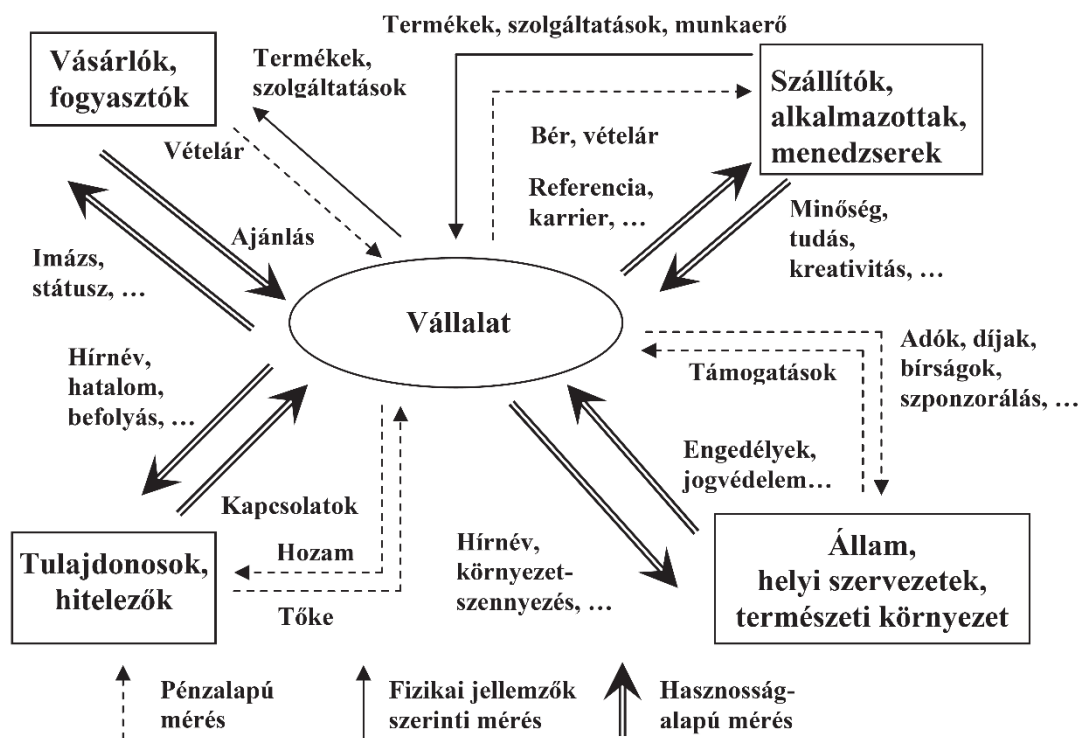
Arról is szükséges szót ejtenünk, hogy a bemutatott értékelési eljárásokat a nemzetközi szakirodalomban elsősorban amerikai szerzők jegyzik, ezért az Amerikai Egyesült Államokban általánosan elfogadott számviteli szabályok az US GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principle*), illetve a nemzetközi számviteli (IFRS - *International Financial Reporting Standards*) alapelvekre épül. A nemzetközi számvitelnek egyik fő ismertető jegye, és ez igaz az US GAAP és az IFRS szabályokra is, hogy a beszámolóban szereplő számviteli kimutatásokra nincsenek szigorú formai követelmények, mindössze a keretelvekben foglalt szabályokat kell betartani, és ettől eltekintve a vállalatok szabadon alakíthatják számviteli rendszerüket. Ezzel szemben a magyar számviteli törvény szigorú szabályokat fogalmaz meg és diktált

mérleg- és eredménykimutatás-séma alkalmazását követeli meg, amelyben a tételeket a megadott sorrendben és részletességgel kell bemutatni. A számviteli szabályozások jelentős eltéréseiből fakadóan az érték kategóriák meghatározásához kibővített adatokra és elemzésekre van szükségünk, figyelembe kell vennünk az eltérő adóztatás, a kutatás-fejlesztési (K+F) tevékenységek, az alapítás-átstrukturizálás értéke, a goodwill és a készletértékelési eljárások okozta torzulásokat.

Ezen kívül számos egyéb korrekciós tényezőt is alkalmaznunk kell. **Eszközoldali korrekciók** a teljesség igénye nélkül a befektetett eszközök, a forgóeszközök, a befektetett pénzügyi eszközök és forgatási célú értékpapírok korrekciói. **Forrásoldali főbb korrekciók** a szállítók, lízingdíjak, tulajdonosi kölcsönök, factoring, céltartalékképzési kötelezettségek, peres eljárások, halasztott adók, támogatott hitelek. További **egyéb speciális korrekciók** a beruházási hitelek pénzügyileg nem realizált árfolyam-különbözetének elhatárolása, támogatásból finanszírozott eszközök korrekciós tényezői. Az értékelés és a korrekt érték meghatározás szempontjából rendkívül fontos ezen tételek részletes feltárása, elemzése, a jelentésben történő bemutatása és a szükséges korrekciós tényezők alkalmazása az értékelés során.

7. A vállalati „többletérték” és „értékvesztés” forrásai

Damodaran A. (2015, p. 12.) véleménye szerint: „Az értékelési modelleket fel lehet tölteni rengeteg részlettel, de minden vállalat értéke pár értékezőlőn nyugszik, ami minden cégnél más és más.”



5. ábra: Értékmérési rendszerek

Forrás: Juhász (2004, p. 87.)

Itt szükséges említést tennünk még a szinergiahatásról, amely Chikán (2008. p. 464.) megfogalmazása szerint „a szinergia az együttes hatás mértéke, amely abból adódik, hogy az egész több mint a részek egyszerű összege.” A szinergiahatás elkülönített számszerűsítése a

gyakorlatban a vállalatfelvásárlások esetében történik meg. A szakirodalomban megjelenő nézetek szerint a szinergiahatás lehet egyrészt a goodwill forrása, de egyes kutatók négy versenyelőnyt teremtő tényezőcsoportot azonosítanak ezzel kapcsolatban: a méretnövekedésből adódó kombinációs előny, erőforrások megosztásának előnye, a funkcionális képességek átadásából, és az általános vezetési képesség átadásából származó előnyöket, amelyek a különböző területek vezetési hatékonyságának növelését szolgálják. Az 5. ábra jól szemlélteti azokat az összefüggéseket, amelyek a vállalat értékét akár pozitív, akár negatív irányban befolyásoló tényezők lehetnek.

Az elemzésük során megállapíthatjuk, hogy ezek között vannak szép számmal olyan elemek, amelyek valódi értéke a számviteli kimutatásokban nem jelenik meg. A felvázolt modellek és értékelési eljárások alapján felmerül a kérdés, milyen további tényezők, azaz értékvezérlők befolyásolhatják még a cég értékét? Ahogy a fentiekben is láthatjuk a vállalati többletérték olyan forrásokból is ered, amelyek az adott vállalathoz köthetők, de önállóan nem értékesíthetők. Csoportosításuk alapján ennek két fő oka lehet, vannak források, amelyek **nem képezik a vállalat tulajdonát**: alkalmazottak, menedzsment; és források, amelyek **az adott vállalattól elválaszthatatlanok**: stratégia, növekedési lehetőségek, szervezeti kialakítás, szerződésállomány. Ezeket hívjuk összességében a vállalat szellemi tőkéjének, amelynek értékét korántsem egyszerű megbecsülni. Alapvetően ezek többletértéke a goodwillben kerül realizálásra és kimutatásra.

Azonban lehetnek különböző élethelyzetekben egyéb cégértéket befolyásoló tényezők, amelyekről szintén szót kell ejtenünk. Ebben a témában az egyik kiemelkedő esetkör a **kisebbségi részvények** értékelésének problematikája és az ezekből eredő általában nem elhanyagolható értékvesztés mértéke. A tanulmányainkból és a gyakorlatból tudjuk, hogy a **kisebbségi tulajdonosok nem rendelkeznek megfelelő befolyással a cég stratégiájára és a jövőbeli működésére** vonatkozóan, ugyanakkor a cégérték meghatározása során a **cég 100%-os értékét határozzuk** meg, majd ebből kalkuláljuk az adott részesedés értékét. Azt is érezzük, hogy **a kisebbségi üzletrészek értéke néhány kivételtől eltekintve korántsem ér annyit, mint a részesedések arányos értéke**.

7. táblázat: Kisebbségi diszkontok alkalmazása a tranzakciós piacon

Üzletrész mértéke	Alkalmazott kisebbségi diszkont	Feltételek
Speciális eset: 50%-50% („Deadlock”)	maximum 20 %	2 egyenlő arányú tulajdonos megromlott kapcsolata, vagy az egyik fél eltérő stratégiaalkotása esetén akár 20% is lehet a diszkont mértéke
26% - 49%	maximum 30 %	Ha a kisebbségi részesedés nem jár döntési jogkörrel – akár 30%
10% - 25%	maximum 45 %	Portfólió befektetések, passzív befektetések esetén a megfelelő exit jogok megléte csökkentheti a diszkont mértékét
10% alatt	maximum 50%	Portfólió befektetések, passzív befektetések esetén a megfelelő exit jogok megléte csökkentheti a diszkont mértékét

Forrás: Almási (2020b)

A 7. táblázatból látható, hogy a különböző élethelyzetek jelentős értékcorrekciókat követelnek meg. Ezen kívül az értékelés szempontjából nem szabad szó nélkül hagynunk a jelenlegi

COVID-19, a háború, az energiaválság és infláció okozta rendkívüli helyzetet, amelynek **jelenlegi és jövőbeli hatásait még csak sejtjük**, és senki nem tudja megjósolni, hogy ennek milyen hatása lesz a jövőben a cégérték alakulására. Azt senki nem vitatja, hogy a fenti tényezők **nagymértékben befolyásolják a cégértéket**, a kérdés inkább az, hogy milyen módon lehet ezeket az egyszeri és jövőbeli veszteségeket megbecsülni, és milyen időtávra kell ezt a becslést elvégezni. Arról sem szabad azonban elfeledkeznünk, hogy a válságnak nem csak veszesei, hanem **nyertes ágazatai is vannak**, amelyek ezen időszakban extraprofitot termelnek, viszont ez a jövedelmezőségük a válság elmúltával nagy valószínűség szerint jelentősen csökken. További figyelembeveendő szempont, hogy a **válsággal leginkább sújtott ágazatok esetében az államok különböző támogatásokkal, adócsökkentésekkel próbálták** a válság hatásait ellensúlyozni. Az értékelések során jelenleg és a jövőben is, ezen torzító **hatásokat is figyelembe kell venni és korrigálni szükséges**.

8. Összefoglalás, konklúziók és javaslatok

Összefoglalásként elmondható, hogy az értékelőnek kell minden esetben a szakmai szabályok és az értékelés célja alapján eldönteni, hogy melyek azok az input adatok és módszerek, amelyeket az értékelés során használ. A helyzetét nehezíti, hogy **Magyarországon nincs egységesen elfogadott iránymutatás, értékelési standard**, amely alapján egységes elvek mentén lehetne az értékeléseket elvégezni. Ennek hiányában azonban mindenki a saját tudása, elképzelése szerint végzi a vállalat- és üzletrész-értékelést, amely alapján azonban **nagyon gyakran hiányos, szakszerűtlen, a szakmai szabályoknak csak részben megfelelő és támadható értékmeghatározások születnek**, amelyekből aztán a későbbiek során számos további probléma adódhat. **További probléma**, amely a fenti hiányosság egyenes következménye, hogy a rendelkezésre álló, elsősorban **nemzetközi szakirodalom, és a nemzetközi standard (IVS) is a nemzetközi számviteli alapelvekre épül**. Ez mind elveiben, mind módszertanában jelentős mértékben eltér a hazai számviteli alapelvektől, így a magyar beszámolókból nyerhető adatok jelentős átalakítása szükséges ahhoz, hogy a szakmai előírásoknak, az elveknek és a standard elvárásainak mindenben megfelelő értékelések készülhessenek, erre azonban **szakmailag nem mindenki felkészült**, aki ma cégértékeléssel foglalkozik. Fontos lenne nevesíteni azokat a mérlegben nem szereplő egyéb forrásokat, amelyek **a vállalat birtokában vannak, jelentős többletértéket képviselnek**, és amelyek többletértéke a goodwillben kerül realizálásra és kimutatásra. Úgy gondolom, ezekre is szükséges lenne egységes módszertani ajánlások kidolgozása és kiadása. Azonban lehetnek **különböző élethelyzetekben egyéb cégértéket befolyásoló tényezők**, amelyekről szintén szót kell ejtenünk, amelyekre szintén szükséges egységes szemlélet és módszertan kialakítása. A fentiek alapján a véleményem és egyben javaslatom az, hogy **Magyarországon is szükséges egy, a németországi gyakorlathoz hasonló, az IVS standard elveinek megfelelő, a magyar számviteli szabályozáson alapuló részletes módszertan kidolgozása**, amelynek megvalósítása a terület hazai kutatói, a cégértékelési tevékenységet folytató vállalkozások, a BIG4 tanácsadó cégek és a felsőoktatási intézmények szakemberei közös szakmai munkája eredményeként jöhetne létre. Végső konklúzióként elmondható, s a cikk is ezt bizonyítja, hogy a modern értékelési szemlélet a modern vállalati pénzügyek, a vállalati stratégiák és a tőkepiaci elméletek fejlődése nyomán alakult ki, és ebből következik, hogy a **vállalatértékelés nem csupán számviteli, hanem komplex közgazdasági feladat, amely magas szintű pénzügyi és közgazdasági ismereteket igényel, így a tevékenység végzéséhez ezen speciális képzettségi követelmény alapvető elvárás kell, hogy legyen!** A végső konklúzió, amely egyben a mottóm is: **„Az értékelés – Több, mint egy szám!”** (Damodaran, 2015, p. 1.)

Irodalomjegyzék

- Almási L. (2019): Túl az EBITDÁ-n – Alternatív értékelési módszerek. RSM Blog, 2019.10.03. <https://www.rsm.hu/blog/2019/10/tul-az-ebitda-n-alternativ-ertekelesi-modszerek> (Letöltve: 2022.09.10.)
- Almási L. (2020a): Mikor mutat torzított képet az EBITDA-alapú cégértékelés? RSM Blog, 2020.01.21. <https://www.rsm.hu/blog/2020/01/mikor-mutat-torzitott-kepet-az-ebitda-alapu-cegertekeles> (Letöltve: 2022.09.10.)
- Almási L. (2020b). Kisebbségi üzletrész értékelése - diszkontok az értékeléseknél, RSM Blog, 2020.07.15. <https://www.rsm.hu/blog/2020/07/kisebbségi-uzletrész-ertekelese-diszkontok-az-ertekeleseknél> (Letöltve: 2022.09.10.)
- Almási L. (2020c): Már van COVID-os mutatószám a cégértékelésben is, RSM Blog, 2020.08.07. <https://www.rsm.hu/blog/2020/08/mar-van-covid-os-mutatoszám-a-cegertekelesben-is> (Letöltve: 2022.09.10.)
- Andor Gy. (2018). *Üzleti gazdaságtan*. Akadémia Kiadó, Budapest. <https://doi.org/10.1556/9789634540236>
- Brealey, R. A. & Myers, S. C. (2011). *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Könyvkiadó, Budapest.
- Chikán A. (2008). *Vállalatgazdaságtan*. Aula Kiadó, Budapest.
- Damodaran, A. (2006). *A befektetések értékelése módszerek és eljárások*. Panem Könyvkiadó, Budapest.
- Damodaran, A. (2015). *A vállalatértékelés kézikönyve*. Alinea Kiadó, Budapest.
- IVSC (2019). Basis for Conclusions, Reflecting changes introduced to IVS (effective 31 January 2020). <https://www.ivsc.org/wp-content/uploads/2021/10/IVS-BasisforConclusions-1.pdf> (Letöltve: 2020.03.03.)
- Juhász P. (2004). *Az üzleti és könyv szerinti érték eltéréseinek magyarázata – Vállalatok mérlegen kívüli tételeinek értékelési problémái*. Doktori értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskola, Budapest. <http://phd.lib.uni-corvinus.hu/176/> (Letöltve: 2022.09.05.)
- Juhász P. (2019). A súlyozott átlagos tőkeköltség alkalmazásának kihívásai, *Közgazdasági Szemle*, 66(július-augusztus), 805–823. <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2019.7-8.805>
- Rappaport A. (2002). *A tulajdonosi érték*. Alinea Kiadó, Budapest.
- Reszegi L. & Juhász P. (2014). *A vállalati teljesítmény nyomában*. Alinea Kiadó, Budapest.
- Takács A. (2008). *A fundamentális vállalatérték és a tőkepiaci érték viszonya a magyar tőzsdei vállalatoknál*. Doktori értekezés. Pécsi Tudományegyetem Gazdálkodástani Doktori Iskola, Pécs. <https://pea.lib.pte.hu/handle/pea/15297> (Letöltve: 2022.09.04.)
- Takács A. (2008). A Free Cash Flow-tól a szabad pénzáramig. *Vezetéstudomány*, 39(10), 54–64. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2008.10.05>
- Takács A. (2015). *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*. Perkeft Kiadó, Budapest.
- Takács A. (2019). Márkaértékelés pénzügyi szemmel. *Marketing & Menedzsment*, 45(4), 27–36. <https://journals.lib.pte.hu/index.php/mm/article/view/472>
- Takács A. (2021). *Modern vállalatértékelés*. Akadémiai Kiadó, Budapest. <https://doi.org/10.1556/9789634546634>
- Ulbert J. (2011): A dcf-modellcsalád védelmében. *Vezetéstudomány*, 42(7-8), 3–10. <https://doi.org/10.14267/VEZTUD.2011.07.01>
- Ulbert J. (2018). *Vállalati pénzügyek kézikönyv*. Pécsi Tudományegyetem.
- Jogsabályok:*

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