

Pápai Erzsébet

KÖZÉP ÉS KISVÁLLALKOZÁSOK ÉRTÉKELÉSE

Doktori (Ph.D.) értekezés

Témavezető:

Dr. habil. Lett Béla

a mezőgazdasági tudományok kandidátusa

NYUGAT-MAGYARORSZÁGI EGYETEM

Program: Gazdasági folyamatok elmélete és gyakorlata

Alprogram: Vállalkozás gazdaságtan és menedzsment

SOPRON

2003.

KÖZÉP ÉS KISVÁLLALKOZÁSOK ÉRTÉKELÉSE

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében
a Nyugat-Magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Karának Doktori
Iskolája

Írta:
Pápai Erzsébet

A jelölt a doktori szigorlaton %-ot ért el,

Sopron

.....
a Szigorlati Bizottság elnöke

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom (igen / nem)

Első bíráló (Dr.) igen / nem

(aláírás)

Második bíráló (Dr.) igen / nem

(aláírás)

Esetleg harmadik bíráló (Dr.) igen / nem

(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján %-ot ért el.

Sopron

.....
a Bíráló Bizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése

az EDT elnöke

KÖZÉP ÉS KIS VÁLLALKOZÁSON ÉRTÉKELÉSE

KIVONAT

A szerző a disszertációban amerikai vállalatértékelési módszerek adaptív alkalmazását kísérte meg a magyar számviteli törvények és gazdasági előírásoknak megfelelően alkalmazni. Az amerikainál sokkal fejletlenebb tőkepiacú Magyarországon az ilyen értékelési eljárás, az elmélet több modellje nem alkalmazható, mivel nem állnak rendelkezésre olyan paraméterek, melyek szükségeltetnek. Ezért a számítások bizonyos esetekben leegyszerűsödnek, így az értékelés pontossága kisebb, mely több bizonytalanságot, kockázatot jelent a befektetők számára. A FALCO Kft. Bútoripari Vállalat egyedi értékelését végezve, az értékelés módszerét vállalati interjúk és kérdőíves megkérdezések képezték, alátámasztva az iparági elemzéssel. A szerző disszertációjában újszerű vizsgálati területeket ajánl az iparág a vállalat és az oktatás területén.

VALUATION OF MEDIUM AND SMALL VENTURES

THE THESIS BREA F EXTRACT

The author tried to apply the adaptive sale of American company methods based on the Hungarian financial law and economical specifications.

Some of the models existing in case of the more developed American capital marcet cannot be applied in case of the Hungarian valuationtheory because there are no parameters needed. Therefore the evaluation accuracy is sometimes less exact and means more uncertainty and risks for investors.

The author carried out the evaluation of FALKO Kft.-furniture manufacturer company based on interviews, questionnaires and industrial interviews.

The value of the company has been established by using new methods and suggests new research areas in the field of industry, company and education.

TARTALOMJEGYZÉK

I. BEVEZETÉS	5
I. 1. A témaválasztás tárgya, a kitűzött feladat indoklása	5
I. 2. A bútoripar és azon belül az irodabútor szakágazat rövid jellemzése	10
II. AZ ÜZLETI TEVÉKENYSÉGET FOLYTATÓ SZERVEZET CÉLJA	14
III. A VÁLLALAT PIACI ÉS BELSŐ ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA	21
IV. A VÁLLALATÉRTÉKELÉS ELMÉLETI MEGKÖZELÍTÉSE	23
IV.1. A vagyonerőértékelés alapjai	23
IV.1.1. A vagyonerőértékelés funkciói	25
IV.1.2. A vagyonerőértékelés elméleti megközelítése	26
IV.1.2.1. A vagyonerőértékelés elvi megközelítése	26
IV.1.2.1.1. A könyv szerinti érték meghatározás	26
IV.1.2.1.2. A költségalapú érték meghatározás	28
IV.1.2.1.3. A jövedelemalapú érték meghatározás	30
IV.1.2.1.4. A piaci alapú érték meghatározás	32
IV.1.2.1.5. Az éven belüli eszközállomány értékelési sajátosságai	32
IV.1.2.2. A vagyonerőértékelési eljárások alkalmazása	36
V. AZ EMBERI ERŐFORRÁS ÉRTÉKÉNEK SAJÁTOS SÁGAI	39
VI. A VÁLLALKOZÁSOK ÉRTÉKELÉSÉNEK ELMÉLETE	43
VII. A FALCO KFT. ÉRTÉKELÉSÉNEK ELVI MEGKÖZELÍTÉSE	50
VII.1. A múltbeli teljesítmény elemzése	52
VII.1.1. Az EBIT meghatározása	52
VII.1.2. A NOPLAT és a befektetett tőke kiszámítása	53
VII.1.3. A cash flow kiszámítása	54
VII.1.4. Az értékteremtő tényezők számítása	59
VII.1.5. Átfogó kép kialakítása a múltbeli teljesítményről	64
VII.2. A jövőbeni előrejelzés elmélete	65
VII.2.1. A jövőbeni teljesítmény előrejelzése	65
VII.2.2. A tőkeköltség becslése	66
VII.2.3. A maradványérték meghatározása	73
VII.3. A vállalt értékének meghatározása	73

VIII. A FALCO KFT. ÉRTÉKELÉSE	75
VIII.1. A FALCO Kft. múltjának ismertetése	76
VIII.2. A FALCO Kft. értékének meghatározása	77
VIII.2.1. A vállalat múltjának elemzése	77
VIII.2.1.1. Az EBIT és NOPLAT meghatározása	78
VIII.2.1.2. A cash-flow értékének meghatározása	81
VIII.2.1.3. A gazdasági profit meghatározása	87
VIII.2.1.4. A fő értéktényezők meghatározása	94
VIII.2.1.5. A vállalat növekedési lehetőségeinek vizsgálata	103
VIII.2.2. A vállalat jövőbeni teljesítményének elemzése	107
VIII.2.2.1. Az irodabútor szakágazat elemzése	107
VIII.2.2.2. A jövőbeni cash-flow meghatározása	116
VIII.2.2.3. A maradványérték becslése	117
VIII.2.3. A vállalat számszerűsített értékének meghatározása	118
IX: ÖSSZEGZÉS	120
TÉZISEK	128
MELLÉKLETEK	
IRODALOMJEGYZÉK	

I. BEVEZETÉS

I. 1. A TÉMAVÁLASZTÁS TÁRGYA, A KITŰZÖTT FELADATOK INDOKLÁSA

A 90-es évek átalakuló, piacgazdaságot építő Magyarországon egy egész sor új kérdés merült fel a gazdasági életben. Felvetődött, mint megoldandó probléma, mennyit ér egy vállalat, hogyan lehet piaci árát meghatározni. Egyáltalán, meglehet-e határozni, amennyiben eladásra kerül egy társaság teljes egészében vagy részében, részvények jelennek meg a piacon vagy a tőzsdén, mi az az összeg, amely kifizethető, az ár azonos-e az értékkel.

A szerző erre keresi a választ, hogyan játszódik le egy értékelési folyamat, milyen tényezők játszanak szerepet, melyek azok a külső és belső hatások, amelyekkel számolnunk kell, egyáltalán objektív vagy szubjektív-e a meghatározási folyamat. A gazdasági szakembereknek és a vezetőknek át kell tehát gondolniuk, miért érték az érték és amennyiben válaszolni tudnak az előző kérdésre, hogyan számszerűsíthető egy vállalat értéke.

Az első tisztázandó feladat, mit értünk érték alatt. A vállalatértékelés elméletének történetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy többféle értékfogalom létezik. Az érték, mint fogalom meghatározása hasonló utat járt be, mint minden más definíció a közgazdaságtan elméletének története során.

Az első időszak, mely a két világháború közötti évekre esett, a vagyonértékelés koncepciójának időszaka. Ez az értékegység elve a vállalatot egységes egésznek tekinti, amely több mint a részek halmaza. Az értékelés folyamán a vállalatokat naturális formában értékeli, ugyanakkor a folytonosság elvének megfelelően a vállalatot működő rendszerként értelmezi, feltételezve, hogy a jövőben ugyanolyan gazdasági és humán feltételek között fog üzemelni, mint az értékelés időszakában. Ennek megfelelően az objektív értékelés a vállalat fizikai és nem fizikai jóságok formájában megtestesülő vagyonjavak értéke, „a vállalat értéke a vagyonelemek egyenkénti értékével egyenlő” /. Tichy G.E. 1997/

A vagyonérték módszer tehát a vállalatot, mint működő egységet vizsgálja és értékét a vállalatban felhalmozott eszközök összességének értékével teszi egyenlővé. Az eljárás

lényeges tulajdonsága, hogy az érték meghatározásánál semmilyen, a vállalaton kívüli vagy az értékelő személyétől függő tényező nem játszik szerepet.

A vállalatértékelés folyamatának történetében a második szakasz a vagyonerék múltorientáltságával szemben, a jövő és a jövedelem orientált hozamérték megközelítés. A hozamérték elvének alkalmazása nyitja meg az érték objektív értelmezésétől a szubjektív értékre való áttérés lehetőségét is. Amíg a vállalat értékét az általa felhalmozott vagyon mennyisége jelenti, addig valóban úgy gondolható, hogy az érték objektíve adott a vizsgáló személye és a jövőbeni kilátások azt nem befolyásolják

./Busse 1957, Jaensch 1966, Münstermann 1970 /

Ez a szakasz a II. világháború befejezését követően a 60-as évek közepéig tartott, amikor az objektív értéket felváltotta a többdimenziós szubjektív érték, amely különbséget tesz a vállalati belső és piaci érték között. Ez a módszer a céget a döntéshozók preferenciájának függvényében értékeli. A jövőorientáltság és a szubjektív érték előtérbe kerülésével a vagyonerék helyébe egy újfajta nézet lép, a hozamérték, mely szerint „a jövőbeni nettó hozamok jelentik a vállalat értékét.” /Ulbert 1994 /

E felfogás szerint ”a vállalat vagyona nem a vállalat értékét jelenti, csupán az érték előállításának eszközét.” /Bélyácz 1991/

A vállalat valódi értékét annak jövőbeni jövedelemtermelő képessége határozza meg, azon jövőbeni szabad pénzáramlásoknak a jelenlegi értéke, amely a vállalat forrásbiztosítóinak a rendelkezésére áll.

A jelentős különbségek ellenére lényeges pont amiben a két megközelítés megegyezik, hogy mindkét eljárás esetében a vállalatot működő üzemenként fogja fel. Az elv azt feltételezi, hogy a vállalat a továbbiakban is működni fog és piaci kapcsolataival, know-how-jával, márkanéveivel többet ér, mint az egyes értékesíthető eszközök fejében kapható ellenérték.

A harmadik szakasz, mely a 60-as évek elejétől a 80-as évek elejéig tartott, az előző két szakasz szintéziseként jellemezhető. Figyelmét elsősorban a belső értéket meghatározó tényezők minél részletesebb megismerésére, ill. a belső érték és a piaci érték kapcsolatára koncentrálja.

Fő területe a vállalatértékelés motivációjának vizsgálata. Elemzésének tárgya a felek döntéseit befolyásoló tényezők, amelyek a cég alapjellemezőin / vagyon, hozam/ túl hatnak a végső értékre. Ilyen indíték lehet a piacszerzés, a menedzsment kivásárlás stb., amelyek miatt

jelentős eltérés mutatkozhat a belső érték és a végül a szerződésben szereplő piaci érték között.

Az utolsó szakasz a 80-as évek elejétől napjainkig tartó periódus, mely a vállalat piaci értékének számszerűsítését tekinti céljának. A felfogás centrumában a piaci érték mozgatórugói állnak és csak másodrendű az értékelendő vállalat vagyoni helyzete. A legfőbb motívum tehát a potenciális vevő érdeke, célhierarchiája. A nézet jellemző jegye, hogy az előzőeknél nagyságrendekkel több figyelmet fordít a nem monetáris tényezőkre és a valószínűség számításán alapuló szisztematikus és nem szisztematikus kockázatot is beleviszi az értékelés folyamatába.

/ Suckut 1992, Hafner 1989, Gerling 1985, Coenenberg A-Busse 1992/

A negyedik szakasz fő okának tekinthető a nemzetközi vállalatfelvásárlások egyre gyakoribbá válása. A nemzeti kereteket túllépő akvizícióknál megjelennek olyanfajta kockázatok, /politika, árfolyam/, amelyek nem teszik lehetővé a befektetések összehasonlíthatóságát tisztán a tradicionális eljárások alapján

Ez az értékelési szemlélet, illetve értékkategória a modern vállalati pénzügyek, a tőkepiaci elméletek és a vállalati stratégiák fejlődésének eredményeképpen alakult ki. Ebben kifejeződik, hogy a stratégia, mint a jövőalkotás eszköze, értéket teremt vagy rombol.

Az érték, mint fogalom körüljárása után leszögezhető, a vállalat piaci értékének a meghatározása azért nem egyszerű, mivel többféle érték meghatározás létezik. Mint módszer is, és aszerint is, kinek készül az értékelés, mi célból szeretné tudni a vállalat értékét.

A megrendelő szempontjából értelmezett értékfogalom a különböző értéktényezők közül az egyes tulajdonosi jogokhoz való viszonyulás és az értékelés tárgyát képező vállalat tulajdonságainak különböző variációit jelentik.

A szóba jöhető lehetőségek nagy száma és lényeges eltérései következtében az alábbi értéktípusokat különböztetjük meg:

- tulajdonosi érték, amit a tulajdonos fizetne azért, hogy tulajdonát megtartsa
- gazdasági érték, amely a várható hasznosságtól függ
- piaci érték, amely a vevő és eladó alkupozíciójának függvényében alakul
- belső érték, amely a befektetni szándékozók számára ad tájékoztatást
- „fair érték”, a résztvevő partnerek közötti igazságos előnyelosztás alapján alakul ki
- kereskedelmi érték, amely a piaci értéken alapul, úgy, hogy ahhoz stratégiai ellenőrzési vagy irányítási jogokat lehet kapcsolni

A különböző értékfogalmak jelzik, hogy az értékelés folyamata mennyire szubjektív. Szubjektív azon okból kifolyólag, hogy az értékelők saját ítéleteiket is beleviszik az értékelés folyamatába, azonkívül az értékelés céljának értelmezése adja a szubjektivitás másik alapját.

Az érték fogalmának és fajtáinak meghatározása folyamán felvetendő kérdés, milyen alapvető szabályok a betartandók, vagyis vizsgálat tárgyává kell tenni az érték meghatározás fő alaptéziseit.

A legfontosabb kitétel, hogy a vállalati érték meghatározás nem származtatható csak a könyvelési adatokból, mivel a számvitel során a múlt lezajlott gazdasági eseményeinek a rögzítése történik, aminek kevés köze van a vállalat jövőbeli jövedelem-termelőképességének, legfeljebb csak egy trend meghatározásához nyújt segítséget.

Másodszor az adótörvények adta lehetőségek kihasználásával, az adófizetés csökkentésének tényével. A jövedelem-kimutatás eredménye a gazdálkodó szervezet racionális önértékelésének követése értelmében kozmetikázott adat lehet, így nem mindig a valós teljesítményt tükrözi. Ezért az ebből következtetett, pl. növekedési kilátások nem tükrözik a tényleges teljesítményt, nem lehet 100%-os megbízhatósággal felhasználni a beszámoló adatait.

Napjaink gyakorlatában alkalmazott értékelési eljárás a hozam szerinti érték meghatározása egy olyan egyensúlyi árat jelent, amely a vállalat jövőbeli pénzjövödelmeinek a kockázatát is figyelembe vevő tőkeköltséggel történő diszkontálásból adódik.

A szerző felteszi a kérdést, mit értünk tőkeköltségen? A tőkeköltség az az összeg, amit a vállalatba beruházó, mint máshol elérhető hozamot, elvár. A tőkeköltség ennek értelmében alternatív költség, vagy másképpen alternatív bevétel, de nevezhetjük transzfer jövedelemnek is.

A témafeldolgozás aktualitását nem kell különösképpen magyarázni. A piacgazdaság útjára lépő országokban az alakult, átalakuló, fúziót létrehozó vagy éppen megszűnő vállalatok esetében sokszor probléma, milyen legyen az újonnan létrejövő társaság törzstőke aránya, mekkora legyen a részvénytársaság aránya vagy éppen hogyan alakul a felszámolási vagy végelszámolási érték, pl. a hitelezők kielégítése céljából.

Az elemzés elvégzéséhez szükség volt reprezentatív megkérdezésre, melynek segítségével lehetővé vált az irodabútor szakágazat részletes elemzése. Viszonylag kis számú, de az irodabútor szakágazatba jelentős szerepet játszó vállalkozások /11/ gazdasági tevékenységének vizsgálatára került sor.

A választott kutatási módszer egyrészt mélyinterjú készítése volt, amit kérdőíves megkérdezés követett. Sajnos a kiküldött kérdőívek alacsony visszaküldésének a száma nem tette lehetővé a számítógépes feldolgozást és értékelést.

A vállalat s így az értékelési folyamat nem különíthető el környezetétől, a környezetbe való beágyazottság megköveteli az iparági elemzést is.

Az iparági elemzéssel a szerző feltárni igyekezett az iparág erős és gyenge területeit.

A környezeti változások megítélése szempontjából foglalkozott a szerző a vállalati működés bizonytalanságát előidéző tényezők vizsgálatával. A kormányzat és a gazdaságpolitika szerepe, szakminisztériumokkal való kapcsolatok lehetősége, a belpolitikai helyzet stabilitása, a pénzügyi piac megbízhatósága, a jogi szabályozás és az Unióval való jogharmonizáció hatásossága került vizsgálatra.

A versenyképesség elemzése kérdéskörben a termelési versenyelőny és hátrány területeinek feltárása, a teljesítménymutatók használata és hasznossága közötti összefüggések elemzésére is sor került.

Az iparági elemzés mellett a disszertáció részét képezi konkrét vállalatértékelés. A soproni FALCO Kft, mint az irodabútor szakágazat egyik reprezentáns képviselője tette lehetővé és bocsátotta rendelkezésre adatait. Öt év mérleg és eredmény- kimutatásai, a könyvvizsgálói jelentések képezték az elemzés alapjait.

A disszertáció lezárásaként az összegzés tekinthető a legnehezebb feladatnak.

A szerző szeretne utat mutatni, milyen irányok, stratégiák, célkitűzések lehetnek, melyek végrehajtása szükséges a bútorigárnak a talpon maradásért, hogy az Egyesült Európában versenyképességét megőrizve az új lehetőségekkel élni tudjon.

I.2. A BÚTORIPAR ÉS AZON BELÜL AZ IRODABÚTOR SZAKÁGAZAT RÖVID JELLEMZÉSE

Napjaink bútorigarának elemzését az előző évtizedek rövid áttekintésével kell kezdeni, mivel a múlt hordozza a jelen és a jövőben lejátszódó folyamatok alapjait.

Az 50-es évek államosítása nem került el a faipart, s ezen belül a bútorigart sem. Az iparág strukturális átalakulása következtében, a kisüzemek mesterséges tönkretétele után megerősödött az állami és szövetkezeti tulajdonú bútorigyártás, mely gyakorlatilag a 80-as évekig működött.

Létrejötték a későbbi nagy bútorigyárak, pl. a Garzon Rt., a Zalai Bútor Rt., a Cardo bútorigyár és a többi óriás vállalatok elődei. A 60-70-es évek eufórikus lakótelepi nagy építkezései mind kedveztek a bútorigárnak, a rohamosan szaporodó tömbházi lakások elsősorban tömegigények kielégítésére készítették a gyártókat. Az un. polgári lakásbelső, lakáskultúra megvetés tárgyát képezte, sokan szabadultak meg ócskának hitt, avítt bútoraiktól, melyek aztán ismét reneszánszukat kezdték élni a 90-es évektől. Ismét előtérbe került a polgári lakályosság, a „gemütlichkeitség” nemcsak bútoraival, hanem díszítő tárgyaival is.

A szocializmus időszakában nyomon követhető volt, hogy a bútoringázás és vásárlói ízlés bizonyos értelemben kölcsönhatásban állt egymással, s mindkettőre jelentős hatással voltak a lakásviszonyok, pontosabban a lakások méretei. A bútoringázás kénytelen volt alkalmazkodni, kis méretű és tömegigényeket kielégítő bútorok kerültek gyártásra. Kivételt képezett a kor státuszbútora, a reneszánsz és barokk stílusjegyeket hordozó ún. koloniál stílus, amely semminemű azonosságot és hasonlóságot nem mutatott az eredeti, XVI.- XVII. századból eredeztetett koloniál stílussal. Népszerűségét a fa, mint alapanyag képezte, a faragott elemek pedig eleganciát sugalltak.

A szocializmus idején a bútoringázáson - hasonlóan a többi iparághoz - a túlkereslet volt a jellemző, a vállalatok csak megkésve tudták teljesíteni a fellépő igényeket. A vevők rezignáltan vették tudomásul a „hiánycikk” varázsszót, mivel a várakozás hozzátartozott mindennapi életükhöz, ösztönösen alkalmazkodtak a hiánygazdasághoz.

A gazdasági mechanizmus új érdekeltségi rendszere nem hagyta érintetlenül a bútoringázást sem. A korszak nagy pozitívuma az 1971-75 közötti években lezajlott nagyszabású rekonstrukció, bár ez megelőzte az elsődleges faiparét, tehát az anyagellátási problémák, mint minden ágazatban továbbra is dominánsak maradtak.

Az export viszonylatában a bútoringázók jól álltak. A KGST piacán a magyar bútor úgynevezett kemény árúnak minősült, az akkori szokásnak megfelelően a barter kereskedelemben fűrészárut és olajat kaptunk cserébe. A keleti exporttal párhuzamosan azonban létezett tőkés export is, amivel a bútoringázás jelezte, hogy minőséget is tudna produkálni szükség esetén. A nyugatra irányuló kivitelünk azonban elenyésző volt a keleti exporthoz viszonyítva.

A többségben azonban a keleti piacokon való jelenlét bizonyos kvázi fejlettséget jelentett, nemcsak a faiparban, hanem más ágazatokban is, sőt még a mezőgazdaságban is, ami pedig úgy élt a köztudatban, mint az egyik magyar húzóágazat. Ezzel a kvázifejlettséggel kellett aztán szembenézni a 90-es években. Rá kellett döbbsen, hogy az eddigi termékminőség nem jelent átfogó versenyelőnyt a nyugati piacokon. A tulajdonváltás természetesen a faipart sem kerülte el, a túlkeresletes piacról át kellett állni a túlkínálatos piacra. A piaci struktúra változás okaként említhetjük az átalakulás folyamatát, melyek mindig megrendítik az addig működő rendszereket, az építőipari termelés katasztrófális visszaesését, az importliberalizáció

következtében tömegesen megjelenő olcsó, külföldi bútorokat, a keleti piacok megszűntét. /Laskay 2001/ Az értékesítés vonalán megszűnt a nagykereskedelem, sok új kicsi vállalat, üzlet alakult, s megjelentek a külföldi óriási hálózatok. /Stark 2001/

Általánosságban elmondható, hogy a 90-es évek elejének faiparát kisebb dinamizmus jellemezte, mint az ipar nagy átlagát. Az iparági életciklus-elmélet szerint a faipar, s ebben bennfoglaltatik a bútorigar egésze, a fejlődési ciklusnak nem az elején, hanem a leszálló ágán volt. Ennek köszönhető, hogy beszűkültek az iparágban végrehajtott beruházások és fejlesztések. Sok vállalatnál megszűnt a K+F tevékenység, vagy legalábbis csökkent a fejlesztői, termelői létszám.

Az évtized elejének pesszimista kilátásai azonban nem bizonyultak megfelelőnek. A 90-es évek közepétől nagy mértékű fejlődésnek indult a faipar, s azon belül a bútorgyártás is.

/ Vajdáné Horváth P 2002 /

A növekedés húzóerejét az export értékesítés bővülése jelentette, ami pozitívan hatott a termelés volumenének növekedésére. A kialakult "újjgazdag" réteg lakásbelsőinek létrehozása, az építőipar lassú fejlődése a vásárlóerő bővülését jelentette, amely tényezők az iparág felszálló trendjére engedtek következtetni.

A bútorigar egyik szakágazatát képező irodabútor gyártásban az állami vállalatok egyáltalán nem mutattak érdeklődést korszerű irodák berendezése iránt a 60-70-es években. Egyedül a vezetői irodák élveztek elsőbbséget, melyek elegáns berendezésűek voltak, de ezek nem képviseltek jellemzően kiugró keresletet.

Az irodabútor-gyártás, forgalmazás csak a 90-es évek elejétől számított felfutó ágának, természetesen figyelembe véve a számítógépes és a többi modern infrastrukturális berendezéseket, melyek folyamatos fejlődésre készítették a tervezőket, új és újabb kihívások elé állítva őket, megteremtve a modern, a kor szellemének megfelelő, ergonómiai szempontokat tökéletesen kielégítő irodai berendezéseket.

A technikai fejlődés mellett erősen megváltozott az irodai munkahelyekkel szemben támasztott követelmények. Az egy vagy két személyes irodák helyett a jövő az ún. agilis irodáké, melyben elsődleges szerep jut a mobilitásnak. A mobilitás egyik fázisa, amikor egy asztalt többen használnak, csak a konténerek tartoznak egy személyhez. A távmunka, vagyis az otthon történő munkavégzés, pedig igényt teremtett a lakásban a megfelelően felszerelt és esztétikailag is a lakás hangulatához igazodó „dolgozóhely” kialakításához.

A hazai bútóripar helyzete és kilátásai szintén, mint minden ágazat, az EU-ba való belépésünk függvénye. /Laskay 2002/ Az EU-ban a feldolgozóipari ágazatok közül az egyik legfontosabb a faipar, s a tőle elkülönült bútóripar. A bútorgyártást az EU piacán a legnagyobb ágazatok között tartják számon.

Az EU bútorgyártásra jellemző:

/Gazdasági Minisztérium <http://www.gm.hu> /gyorsmenu/ statisztikak/ htm/induszt/ agazatok/ butor.htm/

- jelentősen szétforgácsolódott ágazat: sok a kis és közepes méretű vállalatok száma
- a vállalkozások zöme a helyi igényeket kielégítő kisüzem, viszonylag kis számú az a nemzetközi piaci kapcsolatban résztvevő vállalkozó, aki versenyképes termékkel tud a piacon megjelenni
- a fejlődési tendenciát tekintve jelentős a koncentráció folyamata, nagy mamutvállalatok és értékesítési láncok kialakulása

Az EU csatlakozás várható hatásait a magyar bútorgyártó vállalatok hátrányosnak tartják, /Vajdáné H. P. 2000/ a magyar vállalatok versenyképességének csökkenésével s ezáltal a piacok szűkülésével számolnak.

Feltehető a kérdés, igaznak bizonyulnak-e a várakozások, vagy képesek leszünk-e sikerágazattá válni a kibővült piacon. Milyen versenytényezők kiépítése szükségeltetik ahhoz, hogy egész Európára kiterjedően megjelenhessen a magyar bútó, tartósan piaci részesedést tudjunk elérni? Ezekre próbál a szerző választ adni a disszertáció további részében, vizsgálva az iparág és a vállalkozások helyzetét, elemezve a versenyképességnek az új kihívásoknak megfelelő tényezőit.

II. AZ ÜZLETI TEVÉKENYSÉGET FOLYTATÓ SZERVEZET CÉLJA

A gazdaság, mint társadalmi létszféra funkciója az emberi szükségletek kielégítése az ehhez rendelkezésre álló szűkös erőforrások mellett. Az erőforrások szűkössége következtében szükségszerű követelmény, hogy a gazdasági tevékenységről való döntés során az egyes tevékenységek és a köztük levő kapcsolatok hatékonyságát mérlegeljük. Minél hatékonyabb ugyanis egy tevékenység, annál nagyobb mértékben képes hozzájárulni a szükségletek kielégítéséhez. Az egyes javakra vagy bizonyos szolgáltatáscsoportokra irányuló szubjektív hiányérzetek meghatározásában a fizikai léten, az emberi ösztönökön alapuló szükségleteken kívül a kívánt életszínvonal, kultúra és a különböző társadalmi hatások által indukált szükségletek is szerepet játszanak. / Kopányi M. 1993 /

A szükségletek kielégítésére irányuló készlet egyéni variabilitását az igény szóval határozhatjuk meg. Az "igény " kifejezésre juttatja, hogy az emberek nemcsak "szükségleteket", hanem bizonyos fokú "jogosultságot" is éreznek a javak és szolgáltatásokban való részesedésben. / Valentine E. 1988. /

A vállalat-gazdaságtani alapok lefektetésekor igazolásra került /Chikán 1997 /, hogy a piac a modern gazdaságot szabályozó leghatékonyabb koordinációs mechanizmus. A piactudomány alapvető szervezeti egysége a vállalat, amely arra szerveződött, hogy fogyasztói igényt elégítsen ki nyereség elérése mellett.

„ A fogyasztói igény olyan igény, amelyet a gazdaság szereplői nem saját szervezetükön belül végzett munkával és nem is közösségi intézmények útján kívánnak kielégíteni."

/ Chikán / 1997 /

A fogyasztói igény e megfogalmazása szerint valamely jószág vagy szolgáltatás iránt kereslet jelenik meg a piacon, mivel az adott termék rendelkezik azokkal a tulajdonságokkal, amelyek segítségével az igények egy része kielégíthető. A fogyasztói igények meglehetősen sokrétűek. Egyesek már létező termékekkel kielégíthetők, mások a termékek módosítását vagy tökéletesen új termékek megalkotását kívánják. A fogyasztói igény kielégítése hasznossághoz juttatja a fogyasztót, fogyasztói értéket, más szóval vevőértéket teremt.

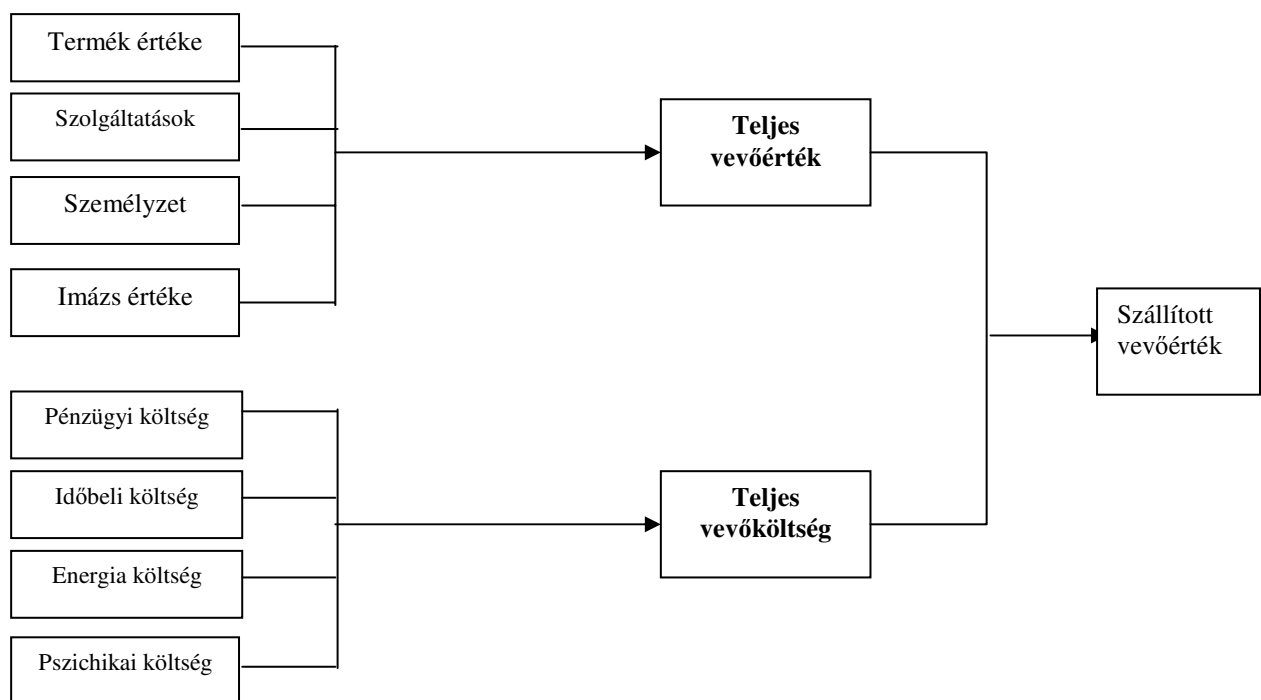
Az értéképzést a szakemberek többsége kulcsfogalomként kezeli, amely nélkülözhetetlen a hosszú távú siker eléréséhez. A vevőérték meghatározása vitákra ad okot, kevés kutató célozta meg az érték szerkezetének, felépítményének meghatározását.

A legáltalánosabb definíció szerint az érték nem más, mint a minőség és az ár aránya. /"értéket pénzért modell"/

Több dimenziót magában foglaló értékstruktúrát állított fel Philip Kotler /1991/ is, mely az egy szempontú, "értéket pénzért" modellből pontosan írja le azokat a tényezőket, melyek meghatározzák a fogyasztó számára "szállított vevőértéket".

" A vevőérték a teljes vevőérték és annak költsége közötti különbség. A teljes vevőérték azoknak az előnyöknek az összessége, melyeket a vevő az adott terméktől vagy szolgáltatástól elvár. A teljes vevőköltség azok a költségek, amelyek a vevő várakozása szerint a termék vagy szolgáltatás értékelése, beszerzése és használata során felmerülnek."

A vevő értékhozó meghatározói /Farkas 2003/ az 1. sz. ábrán figyelhetők meg.



1.sz. ábra

A fogyasztó számára tehát egy termék annyiban jelent értéket, amennyiben az igényeit kielégíti. A fogyasztói érték a fogyasztó szubjektív véleménye arról, hogy a termék milyen mértékben felel meg várakozásainak.

A fogyasztói igények kielégítése értékteremtő folyamatok révén történik, mely során a vállalat a felhasznált erőforrásaival fogyasztói értéket állít elő. Az értékteremtő folyamatok feladata a fogyasztói igények kielégítése erőforrások beszerzése és felhasználása által javak és szolgáltatások előállítása következtében.

Az értékteremtő folyamatok a vállalati képességekre támaszkodnak s a vállalat küldetésével kapcsolatos három alapkérdésre keresik a választ.

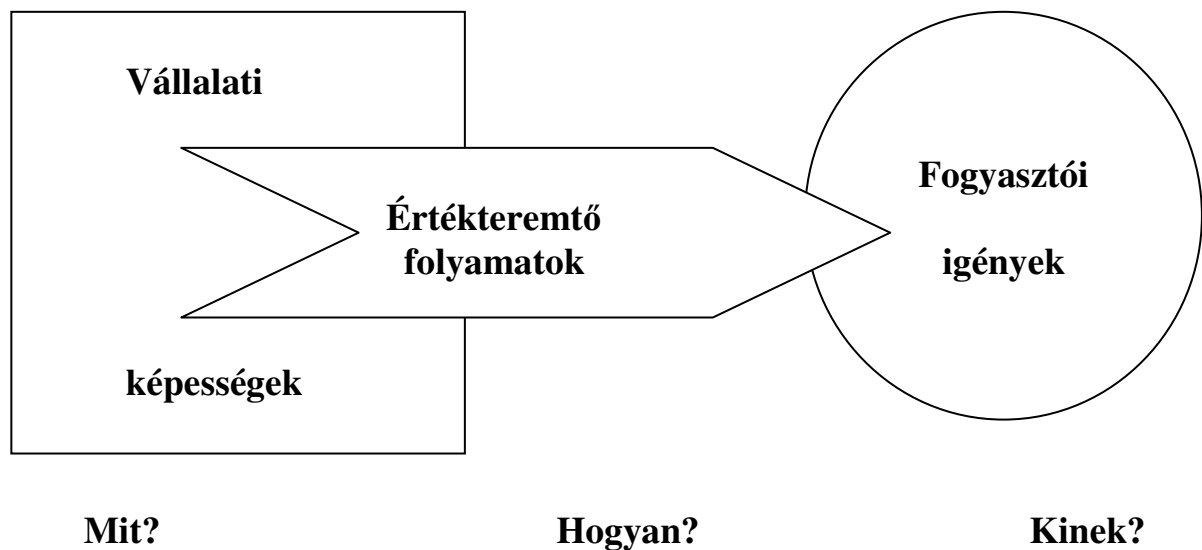
A három kérdés a következő:

mely fogyasztók?

milyen igények?

milyen módon kívánja kielégíteni a vállalat?

Az értékteremtő folyamatok és a vállalat küldetése közötti összefüggést a 2. sz. ábra szemlélteti. /Chikán-Demeter 2001)



2.sz. ábra

A vállalat küldetése, alapvető céljának értelmezése kifejezi üzletvitelének lényegét, körülhatárolja működési körét és megkülönbözteti más vállalatoktól. Az alapvető cél és küldetés kapcsolata az előzőekből egyértelműen következik.

Egy vállalat alapításnak és működtetésnek nagyon sok motivációja lehet: szükséglet és kereslet kielégítés, profitszerzés, foglalkoztatás, szociális szempontok mind szerepelhetnek az okok között.

Egyre több vállalat ismeri fel azonban annak a szükségességét, hogy a vevők elvárásainak megfeleljen, kielégítse igényeit és ezáltal megtartsa már kialakult vevőkörét. Céljuk a vásárlók hűségének, illetve elégedettségének kivívása. Mindezek alapja, hogy a cégek értéket tudjanak nyújtani vásárlóiknak, illetve a kereskedők ezeket az értékeket megfelelően közvetítsék, hiszen csak akkor válik elégedett fogyasztóvá a vevő, ha úgy érzi, hogy a pénzéért kapott ellenérték egyensúlyban van a kifizetett összeggel /Törőcsik 2003/

Amennyiben igaznak tekintjük azt az állítást, hogy a fogyasztók érték-központúak, s mint racionálisan gondolkodó egyének arra törekszenek, hogy a rendelkezésre álló lehetőségek közül a számukra legnagyobb értéket nyújtó alternatívát válasszák, akkor a termelő vállalatok, valamint a kereskedelemben részt vevő közvetítő cégek vezetőinek tisztában kell lenniük azzal, mi is a fogyasztói érték, és hogy mire kell összpontosítaniuk figyelmüket, ha ki akarják használni az ebből fakadó piaci előnyöket.

A vevőorientáltság, a vevőérték előállítását azonban csak eszköznél tekinthetjük a vállalatok számára, mert a végső célkitűzés profit elérése, a profit maximalizálása.

"Minden vállalkozás feladata az, hogy nyereség mellett értéket szállítson a piacra."

www.in-store.hu/200104 (2002. március)

A profit fogalmának megragadása nem egyszerű folyamat, a vállalat elmélet és a mikroökonómia több vonatkoztatási rendszerben, különböző paraméterek felhasználásával történő profit meghatározást ismer.

A számviteli profit a számvitel és adótörvények előírásainak megfelelő profitképzés, mely esetben a bevétellel szemben kell állítani az ún. leírható költségeket.

A gyakorlatban azonban nemcsak a számviteli tartalmú költség megközelítés létezik. / Illés M. 1997 / Egy gazdasági vállalkozás sikeres megítélésében figyelembeveendő az ún. kváziköltségek / mintha költségek / , melyek a vállalkozás többletbevétel igényét jelentik.

Ehhez tartoznak az opportunity cost elemei, a saját tőke ára, a természeti erőforrások járadéka és a munkadíj, ugyanakkor a többletbevétel igény részét képezik még a különböző nyereségelvárások. Ezek a következők: a vállalkozói nyereségelvárás, az inflációs és a kockázatviselésből származó nyereséigény. Az előzőekből következik, hogy a vállalkozások nyereségkövetelményeit a hazai gazdálkodástani irodalom nem sorolja a tényleges költségek közé, ellentétben a mikroökonómiai felfogással, mely a számszerűsített megtérülési követelményt teljes egészében normál profit néven a költségek közé helyezi

Miközben a hagyományos vállalatelmélet minden esetben a profitmaximalizálás célkitűzéséből indul ki, az újabb modellek alternatív célokat feltételeznek.

Baumol /1959 / úgy véli, hogy a vállalati cél a bevétel /forgalom/ maximalizálása is lehet. Szerinte ugyanis a menedzserek jövedelme, hatalma és tekintélye a vállalaton belül éppúgy, mint a vállalaton kívül inkább a forgalom, semmint a nyereség alakulásától függ. Mellékfeltételként kétségtelenül biztosítani kell egy minimális nyereséget is, amely kielégíti a tulajdonosokat és lehetővé teszi a pótlólagos tőkeszerzést.

Ez a modell szakít azzal a feltételezéssel, hogy a tulajdonos és a döntésre jogosult menedzser egy és ugyanaz a személy. A két szerepkör szétválása a menedzserkapitalizmus /Robin Marris 1963 / legfontosabb ismertetőjegye.

Ebben a felfogásban a menedzseri réteg a belső érintettek közül a legjobban kötődik személyesen a vállalathoz. A tulajdonos esetenként nem is ismeri és főleg nem érti, mi történik a vállalatnál, az alkalmazott pedig az ügymenetre való csekély befolyása következtében áll távol a szervezettől. Így a menedzser az, aki döntéseivel leginkább befolyásolhatja a vállalat működését, életét, jövőjét. A menedzser pedig társadalmi elismertségének, tekintélyének nagyságát a bevétel összegével hozza kapcsolatba.

A hagyományos vállalatelméleti megközelítés profitmaximalizálási feltételei statikus jellegűek, az idő, a fejlődés paraméterei hiányoznak a vállalati célkitűzés megfogalmazásában.

Egyes szerzők ezen úgy próbáltak túllépni, hogy a vállalati célt az időbeli fejlődésre vonatkoztatták. / Blattner 1977 /

A megoldhatóság érdekében az egyensúlyi fejlődésről feltételezték, hogy a termelés és a tőkejavak növekedési rátájának aránya konstans. A statikus modellbeli profitmaximalizálásnak itt egy olyan növekedési út választása felel meg, amely a tőkeértéket

/a hozadék diszkontált értékének és a kérdéses növekedési úthoz tartozó tőkejavak kiindulási időpontbeli értékének a különbsége /maximalizálja.

A tőkeérték számításának legelterjedtebb módszere a cash-flow alapú számítás, jellemzője, hogy a beérkezett adózott /nettó/ pénzáramlások jelenértéke alapján történik a meghatározás.

A cash-flow kimutatás a pénzeszköz felhasználások és pénzeszköz áramlások változásainak kimutatásával a vállalkozás pénzügyi helyzetét mutatja be. A cash-flow kimutatás a vállalkozások számviteli beszámolóinak a része, azaz közvetlen információforrás. A vállalkozások reál- és pénzfolyamatai elválnak egymástól a gazdálkodásban, ezért az eredmény kimutatásban szereplő teljesítmények és a ráfordítások értéke eltér az időszak pénzbevételeinek és kiadásainak összegétől. Ha folyamatos működést és ésszerű gazdálkodást feltételezünk, akkor a számviteli és pénzügyi megközelítések közötti különbség az alábbiak szerint szüntethető meg:

számviteli realizációs elv -----	pénzügyi realizáció
költség, ráfordítás -----	pénzkiadás
üzemi és pénzügyi bevétel -----	pénzbevétel
működési cash-flow -----	EBIT /adózás előtti működési eredmény/

A tulajdonos és a speciálisan vállalatirányításra alkalmas személyek, a menedzserek funkcióinak széjjelválása eltérő érdekviszonyokat teremt. A tulajdonos-befektető számára a várható hozamrészesedés a legfontosabb, a működtetőként dologi tőkébe befektető számára a vállalat s a termelés fennmaradása a fő célkitűzés.

A tulajdonos és a működtető eltérő érdekeltsége megnyilvánul az időtényező szempontjából is. A tőkebefektető időhorizontja rövidebb a tőkeműködtető által tekintett időtartamnál, mivel az érték iránti elvárásuk is eltérő. A tőkebefektető értékregisztrációt végez, szemben a tőkeműködtető értékteremtő feladatával.

Az értékregisztráció és az értékteremtés felfogás közötti különbség megnyilvánul a cash-flow összeállítás során. Ennek megfelelően vállalászási szabad cash-flow és tulajdonosi cash-flow különíthető el.

A vállalászási szabad cash-flow számítás lényege, hogy az adósságszolgálat nélküli pénzáramok jelenértékét korigálja a piaci értékű kötelezettségállománnyal, míg a tulajdonosi cash-flow az adósságszolgálatl csökcentett, a vállalászásból osztalékként kivonható, végső soron a megszerzhető tulajdonosi vagyón jelenértékének az összege.

A cash-flow számításón alapuló vállalatérték meghatározás az előbbiek értelmében kétféle módon, kétféle cash-flow felhasználásával történik:

működési cash-flow diszkontált értéke + maradványérték diszkontált értéke

tulajdonosi cash-flow diszkontált értéke + maradványérték diszkontált értéke

A tulajdonosi érték a tulajdonos személyes vagyona. A magyar gazdaság szerkezetváltásával, magántulajdonon alapuló vállalászások létrejöttével a vállalatvezetőknek új elvárásoknak kell megfelelniük. Ahogy a gazdasági folyamatok más területein már megjelentek a vállalászás működését átható modern irányítási módszerek és eljárások (marketing, minőség, termelés, pénzügy), úgy a tulajdonosi elvárásoknak megfelelni kívánó, a tulajdonosi értéknövekedést biztosító vezetési gyakorlatnak kell tért nyerni az elkövetkezendő időkben.

III. A VÁLLALAT PIACI ÉS BELSŐ ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

A vállalat tőkeértékelés mind elméleti, mind gyakorlati szempontból nagy jelentőségű probléma a közgazdaságtanban általában, a vállalati tőkegazdálkodásban pedig különösen. Az értékelés elméletét taglaló munkák, de ugyanúgy a gyakorlati alkalmazásról szóló elemzések is ellentmondásba keverednek az érték definícióját illetően. /Bélyácz I. 1991/

Az egymással összefüggésben álló piaci és belső érték fogalmi meghatározása lényeges különbségeket rejt magában.

A piaci érték valójában az eladók és a vevők alkupozíciójának eredménye, nem tekinthető abszolút mércének: egyrészt amiatt, mert a mindenkori piaci résztvevők pillanatnyi konszenzusát tükrözi, másrészt azért, mert a piaci ármeghatározást a kereslet és kínálat mennyiségi viszonyán túl a piaci szereplők, az üzleti tranzakcióban résztvevők egyéni preferenciáinak, szeszélyének, az üzleti trendek ingadozásainak, a politikai környezetnek, a gazdasági fejlődés általános irányainak függvénye. Valóságos piaci érték ennél fogva csupán tényleges piaci tranzakció során alakulhat ki, ha tehát az eszköz nem kerül valóságos piaci forgalomba, akkor a neki tulajdonított piaci érték csupán becslésnek tekinthető. Rendszeres piaci forgalmazásra nem kerülő eszközök esetében reális tranzakciós értéket becsülni igen nehéz feladat.

Abban az esetben, amikor "megmérettetésre", piacon való megjelenésre nem számíthat az értékelő, a vállalat belső értéke ragadható meg. Az értékelés mélyebb, többet mondó folyamatként a belső érték meghatározását tekinthetjük, szemben a piaci érték meghatározásával. A belső érték megközelítésekor feltételezzük, hogy a vállalat folyamatosan működik, eszközei részt vesznek a termelésben és pénzáram előállítására használják őket. A belső érték az értékelés elmélete szerint lényegében "érték a befektetők és a tulajdonos szemében", melynek számszerű megragadása két úton közelíthető meg.

Az első esetben a vállalkozás vagyonhalmazként értelmezendő, s ennek megfelelően kerül sor az egyes vagyontárgyak /újrabeszerzési, újraelőállítási, likviditációs stb/ értékének a megállapítására. A vagyonértékelést állapotértékelésnek nevezhetjük, a múltbeli és jövőbeli nyereségek, költségek a tőkeértékelés szempontjából nem vehetők figyelembe.

A belső értékmeghatározás másik megközelítésében a vállalat egésze kerül értékelésre, a vállalat jövedelemtermelő képességét is figyelembe véve. A vállalati érték ebben a felfogásban a jövőbeli hozadéka jelenlegi értékének a meghatározása.

A piaci és belső érték eltérése vagy azonossága a piaci hatékonyság kritériumaként állapítható meg. Amennyiben a piac hatékonyságát szabjuk az egyensúly feltételeként, akkor elmondható, hogy a piacot igen ritkán tekinthetjük hatékonyak, amiből levonható a következtetés, hogy a piaci és belső érték azonossága csak nagyon ritka esetben valósul meg. Ha a piaci érték alacsonyabb a belső értéknél, a befektetők között profitszerzési versengés indul. Hatékony piac esetében a két érték azonossá válik, s a profitszerzési lehetőség is megszűnik.

A vállalat működési értékét tehát a belső érték fogalmával ragadhatjuk meg
/ Ragáts-Miavecz 1995 /

A vállalat valódi értékének ismeretében joggal vetődik fel a kérdés, milyen szerepet játszik a piaci megmérettetéskor a belső érték.

A piaci és belső érték eltérése, a piaci ár ingadozása a belső érték körül játszódik, tehát a piaci érték mozgási centruma a belsőérték. Az uralkodó piaci formák, a kereslet-kínálat alakulása, a piaci szereplők száma és preferenciái, a pénz és tőkepiac hatékonysága összességében meghatározó tényezőknek számítanak a piaci tranzakciók létrejövételében.

A piaci ármeghatározás mechanizmusának leírásakor feltételezzük, hogy a nagyszámban jelenlévő eladók és vevők mielőtt döntenek vételről vagy eladásról, szükségesnek érzik a belső érték becslését. A belső érték becslésének vagy konkrét meghatározásának eredménye hat az ármeghatározásra, amelyet három vételi-eladási szabály illusztrál.

- A vásárlási szabály értelmében, ha az ár a belső érték alatt van, érdemes vásárolni.
- Az értékesítési szabály szerint, ha az ár felette van a belső értéknek, akkor eladni érdemes.
- A nem érdemes kereskedni szabály esetében az ár megegyezik a belső értékkel, akkor nem érdemes sem eladni sem vásárolni.

Összességében levonhatjuk a végső következtetést, hogy a vállalat belső és piaci értéke, a piacon a tranzakciók következtében létrejövő ár összefüggő rendszert alkot, azonban az előzőekből következik az is, hogy egy vállalat számszerűsített értéke csak irányadónak tekinthető a befektetők és vásárlók számára.

IV. A VÁLLALATÉRTÉKELÉS ELMÉLETI MEGKÖZELÍTÉSE

A vállalati missziókban szerepel annak a megfogalmazása, miszerint a vállalat legfontosabb célkitűzése, maximalizálni a tulajdonosi értéket. A vállalatba befektetett tőke megtérülésének mérésére, ill. ezen megtérülés maximalizálás módjának meghatározása az egyik legsikeresebb módszer a részvénytulajdonosi érték képzésének elemzése. /Shareholder value creation analysis/ /Bachman-Black-Wright 1999 /

Egy vállalat vagy bármely részének teljes üzleti értéke a sajáttőkéje értékének és a hiteltőkéje értékének összege. Ezt az üzleti értéket a vállalat értékének nevezik.

vállalatérték= hitelek értéke+ tulajdonosi érték

A vállalatértékből a hitelérték a vállalat által használt idegen források piaci értéke, azaz a felvett hitelek értéke.

A tulajdonosi érték a következő:

tulajdonosi érték= vállalatérték-hitelek értéke

A tulajdonosi érték meghatározásához először tehát meg kell állapítani a vállalat értékét, majd ebből levonandó a hitelek piaci értéke.

A vállalati érték meghatározása különböző módszerekkel történik. Egyik felfogás szerint a vállalati érték kiszámítható a vagyoneszközök oldaláról. Ez az eljárás nem veszi figyelembe a vállalat jövőorientáltságát, jövedelemtermelő képességét. Amennyiben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a vállalat a jövőben is működni fog, akkor az értékelés a jövedelemtermelő képességen nyugszik. Nem valósulhat meg csak a vagyoneszközök segítségével, a vállalatot nem tekintik vagyonthalmaznak.

IV.1. A VAGYONÉRTÉKELÉS ALAPJAI

Az értékfogalom meghatározásánál megállapításra került, hogy a vállalat értéke nem egyenlő vagyonának, eszközeinek értékével. A vállalatérték több az elkülönült vagyontárgyak

értékének összegzésénél, meghatározása esetén az eszközökkel az adott gazdasági környezetben értelmezhető jövedelemtermelő képességet kell figyelembe venni.

Amikor egy vállalat már nem működőképes, eléri az üzembezárási pontot, a hitelezőkkel való megállapodás nem végrehajtható, felszámolási vagy végelszámolási eljárás indul ellene. Mindkét esetben nem jöhet számításba az értékelés eljárásánál, mire lenne képes a vállalat az elkövetkezendő időkben. Ebben az esetben a vagyonértékelés a követendő értékelési módszer, mely a vállalat termelését a meglévő eszközökhöz rendeli hozzá, nem veszi figyelembe a jövőbeni eszközkombinációkat, a vállalat jövedelemtermelő képességét.

A vagyonértékelés a vállalat materiális és pénzügyi jószágainak eltérő elvek és módszerek alapján történő számbavétele, illetve ezek gyűjtőfogalma. / Molnárfi 1992 /

Ezekhez tartoznak a gazdasági vagyontárgyak, vagyonrészek, vagyoni értékkel bíró javak /épületek, földek, gépek, részvények/ értékének a megállapítása. A vagyonérték elve leszűkítve értelmezi az értékelendő objektum rendelkezésre álló jószágait. Kimondottan csak a már meglévő vagyonállományra koncentrál, ennél fogva múltorientált eljárásnak tekinthető.

A német szakirodalom és gyakorlat a vagyonérték meghatározása tekintetében szokatlan egységesnek tekinthető és elmondható, hogy igen fontos szerepet tulajdonít a vagyonérték számításnak.

A vagyonérték meghatározása elméletileg kidolgozott és a gyakorlatban már évtizedek óta tesztelt sémák alapján történik. Sieben /1963/ az inflációs időszakokban különösen fontosnak tartja a vagyon reálértékének megtartását, melynek egyik eszközét éppen a folyamatos vagyonértékelésben látja. Hebling /1991/ arra hívja fel a figyelmet a vállalatértékelő cégek nemzetközi szervezetének UEC /Union Europeene des Experts Comptables Economiques et Financiers/ előírásai alapján, hogy a vállalat értékelésének elengedhetetlen kelléke kell, hogy legyen a körültekintő vagyonérték analízis. A német Pénzügyminisztériumnak a volt NDK vállalatainak és kombinátainak értékelésre kiadott ajánlásai / Miniszterium der Finanzen, 1999 / egészen odáig mennek, hogy az értékelést végző cégek számára a részleges rekonstrukciós értéket javasolják, mint ilyen körülmények között egyetlen helyesnek tartott eljárást. Az indoklás nagyon kézenfekvő: a hozamértéken alapuló mérlegelés kivitelezhetetlen kaotikus körülmények között, amikor a jövőbeli adatokkal kapcsolatban a bizonytalanság oly nagy mértékű, hogy az önmagában lehetetlenné teszi a hozamérték elvének alkalmazását.

IV. 1.1. A VAGYONÉRTÉKELÉS FUNKCIÓI

A vállalatok értékelésével foglalkozó szakirodalom már kezdetektől fogva igen nagy jelentőséget tulajdonított a vagyonértékelésnek.

Az objektív és szubjektív értékfogalmak, a belső érték meghatározása után kialakult az ún. funkciótan, / Tichy 1997, Alvano 1988 / mely már arra koncentrált, hogy az értéket meghatározó tényezők minél szélesebb körét feltárja. A kérdés, melyre a funkciótan keresi a választ: mi a vállalatértékelő szerepe az értékelés folyamatában.

Az értékelő feladatát, illetve az értékelés folyamatában elfoglalt helyét a funkciótan a következőképpen csoportosítja:

- Tanácsadó funkció

A tanácsadó funkció szerepe tulajdonváltás esetén értékelődik fel, az értékelő feladata a határár meghatározása, attól függően, hogy az eladó vagy a vevő által történt az értékelési megbízás. Ha a megbízó a vevő, akkor a határár azt a maximális összeget jelenti, amelyet a vevő az adott objektum megszerzéséért fizetni hajlandó. Ha az értékelő az eladó megbízását teljesíti, akkor a feladata a minimális ár meghatározása, amely alatt a vállalat semmilyen körülmények között nem cserélhet gazdát. Az így elért döntési érték az adásvételi tárgyalások fontos, orientáló kelléke. A tanácsadó funkció jelentkezik idegen tőke felvétel igényénél is. A befektető számára kockázatviselésük nagyságának meghatározásában fontos szerephez jut a jövedelemtermelő képesség feltárása mellett a vagyonértékelés. A meglévő vagyonállomány biztosítékot jelent a tőkejuttató kockázatának fedezésére, a hitelfolyósítók számára potenciális hitelfedezetül szolgál.

- Érvelő funkció

Gyakorta előfordul, hogy a vállalat értékének meghatározása egyértelműen a megrendelő érdekei szerint történik, illetve igényeit tükrözi. Ez a fajta érték meghatározás a tárgyalások során érvként felhasználható.

Az érvelő funkciónak megfelelő érték szubjektív érték, amely többnyire nem kellőképpen megalapozott, hanem az óhajokat tükrözi mindkét fél részéről. Csak jobb esetben tartalmazza az értékelő szakmai tisztességéből fakadó korlátokat.

- **Közvetítő funkció**

A közvetítő funkció az értékelő hatáskörében tartozó feladat, ami akkor kerül előtérbe, amikor a felek valamilyen okból kifolyólag nem tudnak megegyezni. Az értékelő feladata ún. egyezségi érték kialakítása, s ezzel a fennálló konfliktus megoldása. Ő a mérleg nyelve, ezért szubjektív tényezők nem jelenhetnek meg az értékelés folyamatában, a bizonyított részrehajlás szankcionáló etikai vétésnek minősül. Az egyensúlyi érték érdekösszhangon alapul és feltételezi, hogy a vevő határára nem alacsonyabb, mint az eladó elvárt minimális ára. E feltétel hiányában ugyanis egyezségi érték nem jöhet létre, a közvetítés kudarcba fullad.

IV.1.2. A VAGYONÉRTÉKELÉS ELMÉLETI MEGKÖZELÍTÉSE

A vagyonérték kiszámítása két úton közelíthető meg. A kiindulásra minden esetben a vagyonmérleg szolgál, melyben tételesen szerepelnek az eszköz oldalon a vállalat vagyontárgyai, a forrásoldal pedig az eredet oldaláról határozza meg a vállalat tulajdonában lévő eszközöket.

IV.1.2.1. A VAGYONÉRTÉKELÉS ELVI MEGKÖZELÍTÉSE

A vagyonértékelési eljárások sok szubjektív tényezőt tartalmaznak, az érték megállapítását több tényező befolyásolja. Ezeket a tényezőket számtalan módon lehet számba venni, súlyozni. Az eszközök jellegzetességei, keresleti és kínálati piacuk sajátosságai mind a vagyonértékelési eljárások sokféleségét eredményezik. A számviteli oldalról való értékelési módszer mellett költségalapú, jövedelemalapú és piaci összehasonlító módszereket ismer az értékelési szakirodalom. / Matukovics 2002 /

IV.1.2.1.1. A KÖNYV SZERINTI ÉRTÉKMEGÁLLAPÍTÁS

A könyv szerinti érték a számvitel oldaláról történő érték meghatározás. A számítás eljárása során az aktívákból levonásra kerülnek a vállalat kötelezettségei, tartozásai, s az így kialakult végeredmény a vállalat könyv szerinti vagyonértékét jelenti. /Éva K.-Kné Soós P. 2001/

Ezt az értékmeghatározást azonban bizonyos feltételekkel kell kezelni, mivel a vagyoneértékelő feladata a vállalat tényleges gazdasági értékének a meghatározása. A törvényi előírásoknak megfelelően a könyvelési eljárásoknak számos olyan, az érték megállapításával kapcsolatos hiányosságai vannak, amelyeket az értékelőnek figyelembe kell venni.

A tárgyi eszközök a bekerülési értéken kerülnek nyilvántartásba, amely egy idő múltán, főleg inflációs viszonyokat figyelembe véve, a vagyontárgy tényleges értékétől jelentős eltérést eredményeznek.

Az értékcsökkenési leírási módok is lényegesen meghatározzák a vállalat könyv szerinti értékét. Többféle leírási mód ismert, alkalmazásuk a számviteli és adótörvények által meghatározottak. A gyakorlatban azonban nem mindig a legmegfelelőbb leírási kulcsok kerülnek alkalmazásra, így a kulcsok megválasztása is a valós értéktől való eltérés lehetőségét rejtik magukban.

A jelenleg érvényes számviteli törvény nem teszi lehetővé az amortizáció alapjául szolgáló bekerülési érték felülértékelését, így a leírások összeg nem fedezi az értékcsökkenés valódi nagyságát, ami az értékelés hibalehetőségét hordozza magában.

A magyar vállalatok könyveiben, mérlegeiben számtalan állóeszköz könyv szerinti értéke nulla. Ennek ellenére ezek a gépek működnek, nyereséget termelnek, nyilvánvaló, hogy valamilyen gazdasági értéket jelentenek a vállalat számára.

Az eszmei vagyონrészek közé sorolandó szabadalmak, licencek, szerzői jogok, know-how-k hiányoznak a vállalati könyvekből, pedig ezek is az aktívák közé sorolandók, s hiányuk által az értékelés pontossága csökken.

A passzívák oldalán található elemek, amelyek nem szerepelnek a könyvelésben. Ezek a bérleti vagy lízing szerződésből eredő kötelezettségek, peres ügyek várható negatív kimenetele, garanciális költségek.

A könyv szerinti érték kategóriája szintén vitatható. Nem egyértelműen meghatározott fogalom, a különböző számviteli előírásoknak megfelelően elkészített mérlegekből nyerhető könyv szerinti értékek sem egységesek.

Összefoglalásképpen megállapítható, hogy a vállalati könyvekből nyert értékek annál kevésbé hordoznak valódi értéknagyságot, minél régebben szerepelnek a vállalati könyvekben. A könyv szerinti értékelési eljárás hibalehetőségét hordozza magában még az a tény is, hogy az adófizetés csökkentése céljából a vállalatok minél kisebb adózás előtti eredményt igyekeznek kimutatni, így a beszámoló adatai csak fenntartásokkal fogadhatók el.

IV. 1.2.1.2. A KÖLTSÉG ALAPÚ ÉRTÉKMEGÁLLAPÍTÁS

A költségalapú megközelítés szerint az eszköz vagyoni értéke nem más, mint a vagyontárgynak az eszközökkel elérhető jövőbeli haszon megszerzéséhez szükséges pótlási /újraelőállítási / költségének megállapítása.

A módszer szerint az eszköz piaci ára hosszabb távon arányos az általa elérhető összes hasznok jelenértékével. A haszon előállítás képességének meghatározás módszeréből következik, hogy figyelembe kell venni az értékcsökkenést, az eszköz fizikai és erkölcsi kopását. A fizikai kopás által az előállítható termék mennyisége és minősége csökken, az erkölcsi avulás pedig a technikai fejlődés következtében létrejövő új eszközökhöz képest jelent lemaradást.

A pótlási költség meghatározása több fokozatban megy végbe. Először leltárt kell készíteni az értékelendő eszközökről, majd meg kell határozni az egyes eszközök aktuális árát, és elemezni kell értékcsökkenésüket. A módszer lényege, hogy minden eszközt fel kell sorolni, függetlenül attól, hogy szerepel-e a vállalkozás könyvelésében vagy sem. A számviteli szabályozás a polgári jog tulajdonszerzési módjai közül nem ismeri el a hatósági határozat vagy árverés, az elbirtoklás, találás, gazdátlan javak elsajátítása általi szerzést, ezért ezek nem könyvelendő tételek, de analitikus nyilvántartás vezetése kötelező.

Az eszközök leltár szerinti felsorolása és értékelése az előzőek szerint a nyilvántartásba vett, de nem könyvelt eszközöket is tartalmazza

A kiszámítás módja a következő:

- + az eszköz új beszerzési ára vagy újraelőállítási költsége a vagyonértékelés pillanatában
- a fizikai értékcsökkenés mértékének megállapítása műszaki normák alapján
- funkcionális avulás
- a gazdasági elavulás mértékének meghatározása

= az eszköz vagyoni értéke

funkcionális avulás: a társaság működéséből, változtatásából levezethető értékcsökkenés.
A kapacitásváltozás, a műszaki követelményeknek változása miatt elszenvedett használhatatlanság funkcionális avulást eredményez.

gazdasági avulás: a gazdasági környezet változásai miatt elszenvedett értékcsökkenés

Az értékelési eljárásnak az újrabeszerzési áron való módszere akkor alkalmazható, ha az eladásra kínált eszmei vagyონrész ára egyenlő annak tényleges gazdasági értékével. Vizsgálat tárgyát képezi, hogy az ajánlati beszerzési ár mennyiben térhet el a valóságnak vélt ártól. Ez az értékelési módszer alkalmazható leginkább franchise szerződések, vagy licenc szerződések értékelésekor.

Az újraelőállítási költségen alapuló módszer bizonyos esetekben az egyetlen használható eljárás. Amennyiben nincsen a vagyontárgyának kifejlett piacuk, így nem lehet piaci értékítéletről beszélni, a vagyónértékelés csak ezzel a módszerrel oldható meg. Ily módon értékelhetők a találmányok, kutatási, fejlesztési projektek.

A költségalapú módszer egy más oldalról való megközelítése az indexált költség módszer. Ezzel az eljárással, amit trend- vagy indexelési módszernek is hívnak, a beszerzési érték alapján állapítható meg az eszköz értéke. Az árindex alkalmazása lehetővé teszi az ármódosulások figyelembe vételét, vagyis az infláció okozta áremelkedés kiszűrését.

A kiszámítás módja a következő:

- + az eszköz múltbéli beszerzési ára vagy előállítási költsége a pénz időértékével
- = a jelenbeli piaci érték
- a fizikai értékcsökkenés mértékének megállapítása a műszaki normák alapján
- a gazdasági elavulás mértékének meghatározása

= az eszköz vagyoni értéke

IV.1.2.1.3. A JÖVEDELEMALAPU ÉRTÉKMEGÁLLAPÍTÁS

A vagyon értékének megközelítése ebben az esetben a várható jövedelmezőség alapján történik. Az érték az élettartam során előállított gazdasági haszon, azaz a jövedelmek jelenértéke.

A modell három részből tevődik össze, az előállított haszon összege, a jövedelem nagyságának és az időtartamának becslése, az előre jelzett haszon előállításával kapcsolatos kockázat.

Kiszámítás módja:

$$\frac{\sum_{i=1}^n \text{Jövedelem}}{1 + r / ^n}$$

r: diszkontráta a kockázatok figyelembevételével

n: a becsült jövedelmezőség időszaka

i: a jövedelmezőségi időszak egyes éveinek sorszáma

A jövőbeni nyereségorientált módszer megbízhatóságát erősen befolyásolja az a tény, hogy az egyes eszközök által elérhető hasznosságára nagymértékben hat a vállalkozás mikro- és makrokörnyezete, az ország gazdasági helyzete, gazdaságpolitikája. Ugyanaz az eszköz más-más használati értéket képvisel, más hozamot eredményez eltérő gazdasági, társadalmi és műszaki környezetben.

A módszer rendkívül hasznos azoknak az üzleti vállalkozásoknak az értékelésekor, amelyek léte egy adott szerződéstől függ, amelynek lejártával nagy a valószínűsége, hogy az üzletmenet a továbbiakban nem tartható fenn. Ugyancsak igen használatos ez a módszer új vállalatok esetében, amikor az üzletmenet jövőjének kilátásai kockázatosak.

A jövedelemalapú értékelésen belül megkülönböztethető egy másik értékelési eljárás, amelyben bizonyos tevékenységek használatának jogosultsága eredményez jövedelmet. Ezt nevezzük a jog használatának értékén alapuló módszernek.

Egy-egy eszköz tulajdonosa gyakran engedélyt ad arra, hogy mások is használhassák tulajdonát vagy szabadalmi eljárását. Ellenértékként az adott találmány vagy szabadalom által előállított jövedelem bizonyos %-át kell a tulajdonosnak visszafizetni.

A kiszámítás módja a következő:

- + a joghasználat értékének éves átlagos bevétele az értékelt cégnél
 - a joghasználatának értékével kapcsolatos éves átlagos költségek / jogi, adminisztratív, marketingköltségek /
-

= a joghasználat éves átlagos jövedelme

A jövedelemalapú értékbecslés kategóriájához sorolható még a költségmegtakarítás-alapú elemzés. Ebben az eljárásban a különböző okokból fellépő költségmegtakarítást kell pótlólagos jövedelemtöbbletként értelmezni, amelynek diszkontálása egy érték meghatározás alapját jelenti.

Ilyen költségmegtakarítás felléphet egy előnyösen megkötött szerződésből kifolyóan, felléphet innovációs eljárások eredményeképpen létrejövő kedvezőbb technológiai eljárások esetén, de kialakulhat megújított alkalmazotti szerződéssel, amely révén előnyös feltételekkel tartja meg a vállalkozás valamely kulcsfontosságú szakemberét.

A költségmegtakarítás alapú értékelés esetében először meg kell becsülni valamilyen módon a megtakarított összeget, majd egy meghatározott időszakra előrevetítve tőkésítési ráta segítségével jelenértékre kell átszámítani.

A kiszámítás módja következő:

A költségmegtakarítások jelenértéke átlagosan évente

= a költségmegtakarítások éves jövedelem többlete

IV.1.2.1.4. A PIAC ALAPÚ ÉRTÉKMEGÁLLAPÍTÁS

Az eszköz értékének meghatározása egy képzeletbeli piacon lejátszódó adás-vétel által kialakuló piaci ár alapján történik. Látszólag ez a legegyszerűbb érték meghatározás, nem kell mást tenni, mint figyelni a piac jelzéseit és elfogadni az ott kialakult helyzetet. Mégis elmondható, hogy pont egyszerűségében rejlik a hibalehetőség. Ideális esetben több hasonló árucserére van példa, de gyakran nincs hasonló ügylet a piacon. Bizonyos esetekben az adásvétel összege nyilvános, de ez egyben félrevezethető is lehet, ha nem ismerjük az adásvétel pontos körülményeit.

Előfordul, hogy az érték meghatározásához olyan ügyletet kell segítségül hívni, amely időben távol esik az értékelés időpontjától. Ebben az esetben már szerepet játszik a pénz időértéke és az infláció nagysága. A valós érték megállapításánál, mint korrekciós tényezőt, az időt is figyelembe kell venni. Az adás-vétel árát befolyásolhatja, hogy mennyi idő áll rendelkezésükre a tranzakciók lebonyolításához. Felszámolás esetén hónapok alatt kell dönteni, aukciók során abban a pillanatban, s e két szélső eset között foglal helyet a többi gazdasági esemény, melyeknek különböző az időszükséglete a csere lebonyolítása szempontjából. Ezek lehetnek e következők: átalakulás, apport és tőkeemelés értéke, tulajdon értékesítése, részvény tőzsdei bevezetése, konszolidálás és más különböző jogviszonyok.

/ öröklés, válás, kisajátítás /

IV.1.2.1.5. AZ ÉVEN BELÜLI ESZKÖZÁLLOMÁNY ÉRTÉKELÉSI SAJÁTOSSÁGAI

Az éven belüli eszközállomány értékelése a vállalat vagyonmérlege alapján történik az eszköz oldal tételeinek külön-külön vett elemzésével.

Az immateriális vagyon értéke /Lett B. 1997/

Az immateriális vagyon a gazdálkodás eszközkészletének egyik legsajátságosabb tagja, számos elemből tevődik össze és ezek között nagyon eltérő jellegűek is vannak. Ebbe a mérlegtételbe sorolandók a vagyoni értéket megtestesítő forgalomképes jogok, mint a vagyoni értékű jog, az üzleti vagy cégérték, a szellemi termékek, a kísérleti fejlesztés aktivált értéke és

az alapítás átszervezés aktivált értéke. Ez idáig nem vált ismertté és igazoltta olyan szabály, elemzési módszer, amely alkalmazásával jól megközelíthető s a gyakorlatban is érvényesülő, egyértelmű értékelési folyamatot lehetne meghatározni immateriális javak értékeléséhez. A nehézség gyökere abban áll, hogy ezen vagyonelemek reális értékének és árának megítélésére nehéz objektív mércét találni, mint amilyent a mérleg eszközoldalának többi eleménél. Ennek oka az immateriális vagyonelemeknek az eltérése, más jellege a többi vagyonelemtől.

Az immateriális vagyonnak nem pénzbeli hozzájárulásként történő bevitele mind nagyobb szerephez jut új vállalatok alapításában és szintúgy a már meglévő vállalatok alaptőkájének emelésében. Ez egy olyan üzleti konstrukcióban jön létre, amikor immateriális javakat visznek be a vállalatba, s ennek megfelelően a bevívő tulajdonrészhez jut. Ilyen esetekben az üzlettársak közötti megállapodás alapján határozzák meg a bevitt immateriális vagyon értékét.

Megközelíthetjük az értékelést a ráfordítás oldalról. Ez abban az esetben nevezhető helyes megoldásnak, amikor innovációs fejlesztési eredmények értékesítésével foglalkozó szakember próbálja felmérni mennyi munka, mekkora költség, mekkora ráfordítások árán jött létre a vagyonelem. A ráfordítások oldaláról való értékelés megközelítésében sok hibalehetőség rejlik. Nehéz megítélni, egy konkrét eredmény létrehozásához köthető ráfordítások nagyságát, mivel a fejlesztők szakmai felkészültsége, gyakorlata, tapasztalatainak mennyisége és minősége eltérő, s ennél fogva már az értékelésnek ez a módszere alkalmatlanná válik a reális érték meghatározásához. Amennyiben pedig egy "isteni szikraként" kipattanó fejlesztés, találmány értékét próbálnánk levezetni, ismételten bajba kerülnénk.

A vagyonelemzéshez hasonlóan felvetődik a kézenfekvő megoldás az immateriális eszközök értékelésénél, hogy az általuk létrehozott, mikroökonómiai fogalommal jellemzett határtermékük képezze az értékelés alapját. A határtermékből származtatott hozam lehet a kiindulási alap a vagyon értékének a meghatározásához. A keletkezett haszon felőli megközelítés is azonban igencsak megbízhatatlan, sőt félrevezető lehet. Ennek oka a nagyon sok szubjektív belső és külső tényezők meglétére vezethető vissza. Az immateriális javak haszonértéke, azok teljesítményparaméterei, a hasznosításukból elérhető hozam nagysága igen nagymértékben függ a hasznosításuk tág értelemben vett környezeti feltételeitől. Ebbe egyrészt beletartoznak a vállalat adottságai, technikai és technológiai felszereltsége, a munkafegyelem minősége, másrészt a makrogazdasági környezet, az ország gazdaságpolitikája, a tőkepiac fejlettsége. A hozam szerinti értékelésről tehát leszögezhető, hogy mindig csak egy konkrét gazdasági környezetben értelmezhető, amelyben a hasznosító dolgozik.

Az immateriális vagyonelemek értékelésénél különösen sok problémát jelent a szellemi termékek értékmeghatározása. A különböző szellemi alkotások, újítás, műszaki-gazdasági-szellemi szolgáltatás, gyártási eljárások, a know-how.

A polgári törvénykönyv szerint a szellemi alkotás a törvény védelme alatt áll. A védelmet a szerzői jog, az iparvédelmi (szabadalmi, a védjegy, származásjelzés és mintaoltalom), továbbá az újító jog határozza meg. A törvény védi továbbá azokat a szellemi alkotásokat is, amelyekről külön jogszabályok nem rendelkeznek, de amelyek társadalmilag széles körben felhasználhatók. A törvényi védelem alatt álló szellemi termékek árucikként viselkednek, s egyediségük következtében monopol ill. oligopol piacon történik áruba bocsátásuk. Értékük szintén nehezen meghatározható, ha hozam szerinti megközelítés oldaláról, mert a várható hozam nagyságának és időtartambeli lefutásának valószínűségét kell feltárni, ami nem egy elterjedt módszer, mivel a szellemi termék megfoghatatlanabb, mint az áruban testet öltött vagyon.

A felsorolt értékelési eljárások hibalehetőségeinek nagysága és valószínűsége láttán leszögezhető, hogy a szóban forgó vagyonelemek belső jellemzőiből fakadó érték nem határozható meg egyértelműen, hanem a konkrét gazdálkodási szituációból, feltételekből következtethető. Az immateriális vagyonelemek tehát ebben a tekintetben is különböznek az áruvilág hagyományos tagjaitól.

Tárgyi eszközök értékelése

A tárgyi eszközök értékelésének kiindulópontja annak a vizsgálata, hogy az adott vállalkozásban vagy más vállalkozásban még hasznosíthatók-e az eszközei, ezért a tárgyi eszközök értékelése a vállalkozás szemszögéből végzendők.

Amennyiben a továbbiakban már az eredeti helyén felhasználhatatlanná válnak a funkcionális vagy gazdasági avulás következtében, akkor a felszámolási, likviditációs érték meghatározása lehetséges.

Ha a vállalat termelési, technológiai folyamatában továbbra is szükségeltetnek, akkor az értékelés kiindulópontja a napi érték, melynek meghatározásához ár kalkuláció készítés szükségeltetik. Abban az esetben, amikor semmiféle piaci információ nincsen, vagy valamilyen egyedi eszközről van szó, akkor a vagyontárgyak eredeti beszerzési, illetve létesítési értékükből származtatott könyv szerinti értékből kiindulva kell elvégezni az értékelést. Az a gép vagy berendezés, amelyre a további vállalkozás során szükség van, az

annyit ér, még ha nullára leírt is, amennyiben a pótlása kerülne. A pótlás költségei lehetnek újraelőállítási, újrabeszerzési vagy helyettesítési költségek.

A vállalatok "könyv szerinti" vagyoneértékéhez képest a legnagyobb "érték-ugrást" az ingatlanok értékelése eredményez. Számos vállalat esetében az ingatlan vagyoneérték nagyobbá válhat, mint a teljes vállalat. Az ingatlan értékelési eljárások mindegyike egyazon felfogásra épül. Nevezetesen az ingatlan hasznosításából befolyó jövedelmek tőkésítését használja fel az érték meghatározás során. /Takács 1993/

A beruházások értékelésének alapja a nettó jelenérték meghatározás, mely a jövedelmek diszkontálásának s a beszerzés költségeinek a különbözete.

Befektetett pénzügyi eszközök értékelése

A befektetett pénzügyi eszközöket azok forgalmi, piaci értéke vagy pedig annak hiányában hozadéktermelő képessége alapján értékeljük. Ugyanez a helyzet a nem tartósan lekötött, rövidtávon eladásra szánt értékpapírokkal, üzletrészekkel.

Forgóeszközök értékelése

A forgóeszköz állomány értékelés, szemben az állóeszköz állomány értékelési folyamatával, jóval egyszerűbb feladatnak tekinthető. Az egyszerűbb eljárás titkát a forgóeszközök a vállalati gazdálkodásban betöltött szerepében kell keresni. A forgó vagyone értéke az eszközök valós értéke, hiszen éves forgásuk mindig közelít az aktuális értékhez. Felértékelésről ezért nem is lehet beszélni, leértékelésük előírásai pedig a számviteli óvatosság elvének megfelelően történik: a fordulónapi készlet és követelés-értékvesztések és visszaírások elszámolása, az elfekvőségek feltárása, a selejtezések végrehajtása.

Az értékelés napján végrehajtott szabályos számviteli zárás, annak könyvvizsgálata megfelelő alapot jelent az értékeléshez a forgóeszközvagyone vonatkozásában.

IV.1.2.2. A VAGYONÉRTÉKELÉSI ELJÁRÁSOK ALKALMAZÁSA

A vagyoneértékelési eljárásokat a gyakorlati életben nagyfokú szakmai hozzáértéssel, pártatlanul és lehetőleg minél kevesebb hibával kell elvégezni.

A hibalehetőségek egyik okaként a nem egyértelmű számviteli értelmezésekből eredő problémák, a különböző értékelési elvek és módszerek jelölhetők. Az eszközök jellegzetességei, a vállalaton belül vagy kívüli alkalmazhatóságuk, az értékelés kiindulási paramétereinek sokfélesége következtében elmondható, hogy nem rendelhető hozzá egy eszközhöz sem egyértelműen csak egy értékelési eljárás, módszer. A választási lehetőség éppen azért áll fenn, mivel az értékelés tényezők egész sorának figyelembevételével végzendő, amelyek az értékelés pontosságát befolyásolják.

A számviteli, könyvelési adatokon nyugvó értékelési eljárás nem eredményez gazdasági értéket. A törvényi előírásoknak megfelelő értékelési módok a múlthoz kötődnek. Fontos szerepe van az eszközökkel való gazdálkodás elszámolásában, de nem megbízható mutató. Alkalmatlanok piacgazdaságban a valódi érték megragadására, ezért ennek alkalmazása tényleges piaci tranzakció /adás-vétel, befektetés, stb. / esetén csak tájékoztatásul szolgálhat.

A költség, jövedelem és a piaci alapú vagyoneértékelési elvek között fontossági sorrend nem állítható fel. Nem tehetünk kitélt, hogy bizonyos eszközök csak az egyik, pontosan meghatározott módszerrel értékelhetők, hanem ezek az eljárások adaptívan alkalmazandók.

A rendelkezésre álló adatok, használhatóságuk, a piaci keresleti és kínálati viszonyok, a piaci formák meghatározzák, melyik értékelési elv szerint járjon el az értékelő.

Újrbeszerzési érték számításakor a vállalat eszközeinek jelenlegi piaci árát csökkentve az elszámolt értékcsökkenéssel kapjuk a vállalat értékét. Hasznos olyan eszközöknél, melynek ára jelentősen változott vagy egyesüléskor a természetbeni hozzájárulás értékének meghatározásánál.

A likvidálási érték kifejezi, mennyi lenne a nettó bevétel az eladással kapcsolatos tranzakciós költségek levonása után, ha a vállalatot bezárnák, eszközeit értékesítenék.

A jövedelemalapú értékelés meghatározásánál a vállalat jövedelemtermelő képességét veszik figyelembe, vagyis a vállalat várható profitbevételeinek jelenbeli értéke. Továbbra is működő vállalat értékelésénél döntő jelentőségű.

Piaci értékelés abban az esetben alkalmazható, amikor több hasonló tranzakció játszódik vagy játszódott le a piacon, melyek összehasonlításra adnak alkalmat. A többi adás-vétel adatai felhasználásával, az eszköz jellegzetességei ismeretében becsülhető az eszköz értéke.

A számviteli és a három értékelési elv szerinti érték megállapítás végeredménye ritkán mutat egyenlőséget.

Azonos értékösszeg csak bizonyos esetekben keletkezik: induló vállalkozások, tisztaverseny piac működése következtében

Induló vállalkozások esetében a bármelyik eljárással elkészített értékelés azonos végösszeget eredményez. A működés megkezdésével a vállalat használja eszközeit, pénzmozgás van, az infláció hatására reál vagyonvesztés játszódik le, a számviteli és bármelyik értékelési elvnek a használata eltérő végeredményt hoz létre.

Tiszta verseny piac meglétekor nem érne meg többet fizetni bármilyen vagyontárgyért, mint amennyi jövedelmet termel. Az eszköz előállítás csak abban az esetben indokolt, amennyiben termelt jövedelmei fedezik beszerzési költségeit. A tiszta verseny piac létrejöttének feltételei közül az un. információs társadalom idején az információ hozzáférhetőségének vagyis inkább hozzáférhetetlenségének a fontosságát tehetjük az első helyre, amennyiben rangsorolhatók a feltételek.

Nem létezhet olyan helyzet, amikor minden információ / technológiai, műszaki, mennyiségi, minőségi piaci keresleti, kínálati fogyasztók preferenciái stb. / mindenkihez elérjen.

Az információ részlegességének magyarázata a hozzáférhetőségen túl, hogy bizonyos információkat titokként kezelnek. Piaci információk, különleges erőforrásokhoz való hozzáférhetőség, vevőkre vonatkozó feltételezések vagy technológiai eljárások, innovációs folyamatok eredményei stb. nem kerülnek nyilvánosságra. Ezek a megkülönböztető jegyek által alakul át aztán a kompetitív piac monopol vagy oligopolisztikus piaccá, ahol már a három értékelési eljárás végeredményének azonossága nem jön létre. / Heyne 1991 /

Az értékelés pontosságának a mércéje, amikor a három elv szerint kialakult végeredmény közel azonos értékeket mutat. Ha nagy az eltérés, akkor súlyozni szükséges az értékeket és így adódik a becsült érték.

A vállalati vagyontárgyak értékelésekor különbséget kell tenni a működéshez feltétlenül szükséges és nem szükséges eszközök között. A nem szükségesek értékelési gyakorlata a likvidációs érték meghatározásán alapszik. Sieben /1963/ a nem szükségeseket szintén likvidációs értéken értékeli, a szükségesnek ítélteteket pedig az újrabeszerzési értéken.

Csakhogya újrabeszerzési értéket nem az erre kalkulált amortizációval, mint az elhasználhatóság fokát számszerűsítő tényezővel módosítja, hanem egy faktorrall- később Sieben féle faktor néven is emlegetik, ami leginkább az annuitás faktorhoz hasonló funkciókat lát el modelljében. A faktorban külön szerepel a használati időből az értékelésig terjedő időszak és a teljes használati idő. Ezzel a faktorrall kell beszorozni az újrabeszerzési értéket, így nyerjük az elhasználódottság fokával módosított részrekonstrukciós értéket.

Az éven belüli eszközértékelési módszer szerinti vállalatértékelési eljárás során a múltbéli mérlegből elkészítendő a valós gazdasági mérleg. A valós gazdasági mérleg az eszközöket átértékelt formában, mint a tulajdonos tőkéjének kézzelfogható vagyonrészekben kifejezett értékét tartalmazza.

A mérlegmódosítás során nemcsak az eszközoldal, hanem a forrás oldalon lévő egyes tételek is korrekcióra szorulnak. Fel kell mérni, hogy van-e olyan kötelezettség, melynek terhe kedvezőbb-e, mint a piacon lévő hasonló tétel. Amennyiben a vállalat rendelkezik olyan hitellel, amelynek kamatterhe kisebb, esetleg futamideje nagyobb, mint a piacon lévő hasonló konstrukció, akkor a vállalat anyagi előnyhöz jutott. A két hitel visszafizetési módok közötti anyagi különbséget kell számszerűsíteni, majd jelenértékre visszazámolni, ily módon módosítva a vonatkozó mérlegsorokban lévő tartozást

V. AZ EMBERI ERŐFORRÁS ÉRTÉKELÉSI SAJÁTOSSÁGAI

A vállalati gazdasági folyamatok végbemenetelének feltétele az erőforrások lekötése és felhasználása a termelési-technológiai folyamatokban. Az erőforrások közgazdasági megkülönböztetésének az alapja, hogy nagyon eltérő okok határozzák meg, milyen mennyiségben állnak az egyes erőforrásfajták a társadalom rendelkezésére. A fentieknek megfelelően elkülönítünk elsődleges és tőketényezőket. A nem gazdasági okokból keletkezett tényezők csoportját alkotják a természeti tényezők és a munka, mint erőforráselem.

Az emberi tőke, a humán erőforrás a XX. század, még inkább a XXI. század gazdaságának kulcsfontosságú eleme, a versenyszférában működő vállalatok stratégiájának egyik ágaként funkcionáló, a vállalat eredményességére ható tényező. Az emberi erőforrás igen sokoldalúan érintett a vállalat működésében, az általuk elvégzett fizikai és szellemi munkafolyamatok a vállalat profitszerzési lehetőségeinek jelentős tényezője. Különösen elmondható ez napjaink gazdasági folyamataira, az egész életben megkövetelt tudás fontosságára, melyen az ún. "tudás alapú" társadalom alapszik.

Az emberi tőke társadalmi-gazdasági szerepe az 1950-es években fogalmazódott meg.
/Becker 1964, Machlup 1982 /

Emberi tőke képződéséről akkor beszélünk, amikor arra a célra eszközölnek beruházásokat, hogy az egyes személyekben megtestesült szellemi vagy fizikai felkészültséget úgy alakítsák át, hogy képessé tegye az egyéneket

1. több vagy/jobb áru vagy/és szolgáltatás nyújtására
2. magasabb pénzjövedelem szerzésére
3. jövedelmük értelmesebb elköltésére
4. az élettől több öröm szerzésére.

Azóta a "súlytalan gazdaság", az "intellektuális tőke" problémájával sokan, sokféle módon foglalkoznak. Egyesek szerint "új gazdaság" hosszú távú gazdaságfejlesztési stratégiájában bontakozik ki, amely nem a klasszikus közgazdaságtan törvényei szerint működik. Míg mások szerint a törvények a régiiek, csak sajátos formában, esetenként igen szélsőségesen eltérő módon érvényesülnek. Vannak, akik mérési, számbavételi problémákat vetnek fel, és vannak akik a tudástőke okozta szociális problémákra próbálják ráirányítani a szakmai közvélemény és a politikusok figyelmét, vagy éppen a felhalmozott tudás és a gazdaság versenyképessége közötti összefüggést kutatják.

A tudás rendkívül fontos versenytényezővé, kritikus erőforrássá vált. A tudástőke sok helyen többet számít az anyagi jellegű tőkeelemeknél. Ha tehát a szellemi tőke ennyire fontos, akkor legalább olyan gondosan kell lajstromba szedni, gondozni, ápolni, fejleszteni, hasznosítani, menedzselni, mint a gépeket, a készleteket vagy a pénzt.

Az emberi erőforrás szerepe egy gazdálkodási folyamatban nélkülözhetetlen, mégis amikor vállalatértékelésről beszélünk, nincs számszerűsített meghatározásra lehetőség, értékoldalról nincs mutatószáma.

A probléma felvetése és elemzése megkísérelhető a közgazdaságtan elmélettörténetében a termelési tényezők értékének meghatározására tett kísérletek, különböző elméletek segítségével. / Mátyás 1993/

A határhaszon-elmélet képviselői az érték fogalmát elvonatkoztatták a termeléstől, a termelési tényezők értékének az előállított fogyasztási cikkek szubjektív értékét tekintették. Az előállított javak és szolgáltatások által képviselt hasznosságokból származtatott értékelési eljárást gazdasági beszámításnak nevezik. Minél nagyobb mennyiségben állnak rendelkezésünkre erőforrások, annál nagyobb mértékben lehet elmenni a szükségletek kielégítésében, annál kisebb értéket fog képviselni hasznosságuk. A kisebb mértékű fogyasztói haszonnagyság következtében a termelési tényezők beszámíthatóságának nagysága csökken, ami együtt jár értékük csökkenésével.

A termelési tényezőknek az ún. "élvezetintenzitásból" levezetett értékét nem mindenki fogadta el a szubjektív értékelmélet képviselői közül.

Elsősorban Marshall-ra kell hivatkozni, aki tiltakozott az emberi haszonérzetből származtatott tényezőértékkel szemben. A reál-költség elmélet szerint a termelési tényező tényleges ára kínálatának függvénye. A munkavállaló, mint erőforráshordozó, fizikai és szellemi munkavégző képességével jelenik meg a tényező piacon, s áruba bocsátja magát. Kínálata és a gazdálkodó egység munkakereslete által kialakult egyensúly lesz a munkaerő ára, a munkásnak fizetett munkabér. Azonban a munkabér, mint erőforrás értékének mércéje torzításokat eredményez. A munkás kínálata mögött ott húzódik áldozatvállalása, mely kapcsolatban áll élet és munkakörülményeivel, a pénz iránti szükségletével. Az előzőekből levonható következtetés, hogy a reál-költség elmélet csak rövid távon értelmezhető, a hosszú távú marshall-i koncepció elvezet a munkaerő újratermelési költségeihez.

Hosszútávon a munkabér és s ezáltal a tényező értéke szoros kapcsolatban állnak a munka nevelési, képzési és fenntartási költségével. Ezeknek a költségeknek az összességét nevezhetjük az emberi tőke, az emberi tudástőke előállítási költségeinek, a munkavégző

képesség és a munkavégzés során folytatódó tanulási képességek előzetes költségeinek, egyezőval az emberi tőke mennyiségileg meghatározó egyik paraméterének értékének. Természetesen az emberi tőke, a tudástőke értéknövekedése összefügg a munkavégzés folyamatában megszerzett spontán vagy a munkaszervezet által szervezett formában megszerzett ismeretekkel. Az emberi tőke ebben az értelemben vett használata, mint munkaképesség használata feltételezi ezeknek, az előbb említett emberi tőkebefektetéseknek előzetes költségeinek a meglétét. Ezeknek a költségek eredményeképpen keletkezik az emberi tőke munkavégző képessége, aminek felhasználásával az ipari vagy más munkaszervezetekben keletkezik maga a termék, a termékek bizonyos mennyisége.

Jogos a kérdésfeltevés, mennyiben beszámíthatók egy vállalat értékének megállapítása esetén a humán tőke értelmezéséből következő összegek?

A vállalatgazdálkodási, számviteli és adótörvények egyöntetűen nem teszik lehetővé a cég alakulása, alapítása előtti időkből származó kiadások, ráfordítások beszámítását. Az emberi tőke "előállítási költsége" mikroszinten nem értelmezhető, negatív termelési tartományban, /ami szintén megfoghatatlan/, nem léteznek költségfüggvények, tehát vállalati szinten nem érvényesíthető a reál- tőke hosszú távú elmélete.

Makroszintű megjelenése és értelmezése természetes. //Sándor 2001/ Az így értelmezett költségfogalmak a társadalmi költség kategóriájához sorolhatók. Ez nemcsak az adott termelő, illetve fogyasztó számára ténylegesen jelentkező költségeket tartalmazza, hanem a tevékenységből eredő és a társadalom más tagjainál felmerülő költségeket is. A társadalom működési költségei azok a ráfordítások, amelyek a társadalom jövőbeli működése érdekében szükségesek három fő csoportba sorolhatók: a nevelés (itt az új nemzedék létrehozása étkeztetés, ruháztatás stb.), az oktatás (óvodától az egyetemig és a felnőttképzés, azonkívül a hozzá kapcsolódó felszerelések,) az egészségügyi ellátás. /Lakatos 2001/ Az ezekhez kapcsolódó, létrejövő költségeket értelmezhetjük extern hatásként is, amelyek azonban a vállalati szférában belsővé tételre, internalizálására nem kerülhetnek sohasem.

Egy vállalat tevékenysége folyamán egy gép tönkremegy, egy drága műszer elvész, az eseményt gondosan kell dokumentálni, az eszközzel el kell számolni, a kárt esetleg levonják, de feltehetjük a kérdést, az emberi tőkével, a tudással ugyanez történik? A fizikai kapacitások optimalizálását matematikai, üzemgazdasági módszerekkel megoldják, pedig a vállalat felhasznált erőforrásai közül a XXI. század elején az emberi tényező mind nagyobb hatalomra jut.

Amikor egy vállalaton belül létszámcsökkentést hajtanak végre, akkor ez költségcsökkenést jelent, azonban ha egy kiváló szaktudású ember távozik, ez nem szerepel a pénzügyi-számviteli kimutatásokban.

Az érvényben lévő számviteli törvény szerint az oktatásra fordított összeg nem minősül beruházásnak, a költségek között történik elszámolása. Az állóeszközök, sőt 2001. január elsejétől az érvénybe lépett számviteli törvény módosítása értelmében a tényeszámlatok után elszámolható amortizáció. Csak az ember szerepel ilyen mostohán a pénzügyi elszámolásokban a "tudásalapú" társadalom idején.

A fent leírtakból egyértelműen megállapítható, hogy az emberi tőke értékelésére nincsen elfogadható módszer, pedig az emberi tőke értékelésének a gazdasági életben való alkalmazása ma még kellőképpen nem érzékelhető haszonnal, előnyökkel járna és az emberekben rejlő képességek hatékonyabb mozgósítását segítené elő.

VI. A VÁLLALKOZÁSOK ÉRTÉKELÉSÉNEK ELMÉLETE

A vállalat legnehezebb, de ugyanakkor legteoretikusabban kidolgozott része az egész vállalat üzleti értékének meghatározása. A vállalkozási érték a tulajdonos személyes vagyona, amelynek maximalizálása jogos elvárás a vezetéssel szemben.

Fejlett tőkepiacú országokban a vállalkozást naponta értékelik, s a tőkepiacon kialakult napi árfolyamok a biztos, nem vitatható mércéi egy-egy vállalkozás tevékenységének, tulajdonosi értékének. A New York-i tőzsde folyamatosan teszi honlapjára a jegyzett értékpapírok árfolyamát, a kibocsátott értékpapír mennyiség és az árfolyam szorzataként a társaság piaci értékét.

Az amerikaiánál jóval fejletlenebb tőkepiacú Magyarországon több nehézségbe ütközik egy vállalat értékének a megadása. Az 1864-től 1948-ig működő Budapesti Áru- és Értéktőzsde /Horváth 1996 / újjáéledése 1990 nyarán történt. Az ez évben , a közép-európai térségben 1990 márciusában elsőként megnyílt Ljubljanoi Értéktőzsde után másodikként kezdte meg működését a Budapesti Értéktőzsde. Az újjáéledő tőzsde eddigi nagyon rövid időszaka, működésének nehézségei miatt Magyarországon a tőzsdén nem szereplő vállalatok mellett a tőzsdén szereplők elemzésével is nehézségek adódnak. Értékük meghatározása nem egyszerű, nehéz meghatározni, hogy a vállalkozás értékéből mennyivel részesednek annak tulajdonosai és az egyéb vállalkozási érintettek: stakeholderek /vezetés, tulajdonos, befektetők, állam, hitelezők érdekképviselők./

A vállalatok értékelésével többféle iskola, elmélet foglalkozik. A két markánsan eltérő felfogást különítünk el. Az egyik felfogás képviselői, kik az osztalékpolitikára helyezik a hangsúlyt, Myron Gordon, David Durrand és John Lintner, Modigliani és Miller által képviselt elmélet pedig a beruházás fontosságát hirdeti.

A vállalati érték végső nagysága a piacon jelenlévő eladó és vevő konszenzusát tükrözi, ugyanakkor már megállapításra került, hogy mozgási centrumnak a belső érték tekinthető. A belső érték megközelítésekor a feltételek között szerepel a vállalat további működése, jövedelemtermelő képessége.

Valamennyi elméleti iskola felfogása megegyezik abban az álláspontban, hogy az elvart jövedelmek tőkésítése, azaz a jövőbeli hozadékáram jelenlegi értékének a meghatározásán alapszik a vállalatértékelés.

A belső érték a befektetők számára nyújt tájékoztató ismereteket, s mivel a befektető azonosítható a tulajdonossal, a tulajdonos a részvények birtokosaként a nyerhető osztalék-áram jelenlegi értékével azonos belső értéket feltételez. Ez a magyarázata annak, hogy a vállalati tőkeértékelés tradicionális modelljei a várható osztalék tőkésítésén alapulnak. /Williams 1938, Gordon 1959, 1962 /

Az osztalék-áram tőkésítési modellek végtelen hosszú becslési időhorizontot feltételezve, közvetve a hozam-áramot és a profit visszatartási politikát is figyelembe veszik.

A nettó hozam-áram, az osztalék és tőkenyereség együttes figyelembevételének nincsen akadálya, mivel a részvény jövőbeli eladási ára az értékesítést követő végtelen hosszú időszak osztalékának fogható fel. A profit visszatartás pedig a jövőbeni osztalék kifizetés alapjának tekinthető.

A vállalatértékelés kiindulási alapjának a közönséges részvényértékelést tekintjük. Az értékpapír árfolyamát a jövőben rá eső osztalékok és a névérték diszkontálásából nyert érték határozza meg. / Horváth 1996 / Végtelen lefutású értékpapírok értékelésekor, mivel a futamidő végi névérték nem létezik, a matematikai megközelítés az örökjáradék formulával történik.

$$P = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

. Az értékpapír árfolyam /P/ meghatározás az osztalékok / D_1, D_2, \dots, D_n / a befektető által megkövetelt megtérülési ráta /k/ szerinti jelenérték számítással végezhető. Ha növekvő vállalatot tételezünk fel, akkor az eredmény a pénzáramlás hosszú távú növekedési ütemének /g/ figyelembe vételével az árfolyam meghatározás az alábbiak szerint írható fel :

$$P = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$$

Feltételezve, hogy $k > g$, valamint figyelembe véve, hogy a $\frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$ nullához

tart, az egyenletet egyszerűsítve és rendezve az alábbi végső formát kapjuk:

$$P = \frac{D_1}{k - g} \quad k \neq g$$

A matematikai képletből látható, hogy az árfolyam az első évi osztalék, a tőkésítési ráta és a növekedési ráta különbségének hányadosával határozható meg.

Elképzelhető, hogy a vállalat értékesítés, jövedelem és osztaléknövekedési rátája nem konstans. A normálisnál gyorsabb növekedés bekövetkezésének okaként megjelölhetők a következők: a vállalat életciklusának elején van, új technikát-technológiát vezet be vagy új piacokat vesz birtokba vagy ezek egyszerre következnek be. Az árfolyam meghatározást elvileg a konstans növekedés feltételei mellett kell elvégezni, azzal a különbséggel, hogy a növekedés ütemének módosulását is figyelembe kell venni.

Az előzőekből levezethető Gordon modell a konstans növekedésű értékelési elvet követi. Amennyiben figyelembe vesszük, hogy a hozamnövekedési ráta egyenesen arányos a profitvisszatartási aránnyal (b) és az újrabefektetés révén keletkező beruházás megtérülési rátájával, akkor a D_1 helyébe az $E_1 (1 - b)$ realizált hozam kerül, a növekedési arány pedig $g = b * r$ alakban fejezhető ki, / r : pótlólagos befektetés hozamrátája /, akkor a képlet az alábbiak szerint módosul:

$$P = \frac{E_1 (1 - b)}{k - (b * r)}$$

Az egyenletet átrendezve, az egységnyi eredményre eső árfolyam nagyságára kapunk összefüggést.

$$\frac{P}{E} = \frac{1 - g/r}{k - g}$$

Az árfolyam/nyereség ráta a befektetők naponta használt kifejezése / Brealey/ Myers 1999/.

A modell a számvitelalapú értékelés finomított megközelítése, mivel nem csak az eredménykimutatásban szereplő összeget veszi figyelembe, hanem az értékelést a befektetéssel, növekedéssel és a kockázattal is bővíti. Minél nagyobb az arány, annál biztonságosabbnak ítéltető a vállalat. Amennyiben magas rátát regisztrálunk, úgy a befektetők vagy jó növekedési lehetőséget remélnek vagy a nyereséget biztosnak vélik. Másik megközelítés

szerint magas P/E rátát eredményezhet az alacsony nyereség megléte. Ha egy vállalat egy adott időszakban egyáltalán nem realizál nyereséget, úgy a mutató "végtelen" értéket vesz fel. A mutató hitelességének fő problémája a magyar számviteli és adótörvényeknek megfelelően képzett nyereség hitelessége. Előnyei helyett fogyatékoságait is ki kell emelni.

A hibák a következők lehetnek:

- Készletek, az értékcsökkenés évről-évre változó számviteli kezelése megnehezíti a befektetések hozamnövekményének konzistens mérését
- Az infláció torzítja a számvitel és a pénzáramlás kapcsolatát
- A beruházások és hozamaik alakulása és becslése hibalehetőséget hordoz magában. Az a feltételezés, hogy a beruházásokat egyetlen évben hatják végbe és az elkövetkezendő időszakban konstans hozamot biztosítanak, a valóságtól eltérő feltételezés.
- A modell egy képlettel egy teljes számviteli ciklust lefed, ami a valóság egyszerűsítését jelenti.
- A számviteli eredményt az adóelkerülés végett minden vállalatnál csökkenteni igyekeznek, ezért alkalmazása nagyfokú hibalehetőséget rejt magában.

A hibalehetőségek elkerülése végett ki lehetne alakítani a számviteli modell komplex változatát is, amely által az eredmény megállapítása pontosabbá válna.

A módszer finomításának azonban nincs értelme, mert az értékeléshez szükséges fontos paraméterek, amelyek az értékelés pontosságát rontják, a befektetések és a kockázat ebben a modellben mindig csak implicit módon vannak jelen. Ezért inkább a hangsúlyt egy olyan modell kialakítására kell fektetni, amelyek explicit módon tartalmazzák a kulcsfontosságú paramétereket.

Feltehető a kérdés, egyáltalán használható-e a ráta vállalatértékeléshez. A válasz az, hogy olykor igen. Amennyiben a kérdéses vállalat rátáját össze tudjuk hasonlítani tőzsdén jegyzett céggel, amelynek ugyanakkora a jövedelmezősége, kockázata és növekedési lehetősége.

Az osztaléknövekedési modell bírálói arra hívták fel a figyelmet, hogy az osztalék politikán túl a vállalat értékére a beruházási-finanszírozási és termelési döntések a meghatározó tényezők. /Miller-Modigliani 1961, Malkiel 1963, Fama 1965 /

Az elmélet igazolva látja azt a tényt, hogy az értékmeghatározás az osztalék politikán túl a tőkeműködtetők beruházási-finanszírozási döntéseivel is kapcsolatba hozhatók.

Álláspontjuk megfogalmazásakor a következő feltételezéssel éltek: / Illés I-né 1998 /

- A modell kiiktatja az adókat, amelynek következtében közömbössé válik a befektetők számára, hogy osztalékként vagy árfolyamnyereséggént jut jövedelemhez.
- Nincsenek adminisztrációs és tranzakciós költségek.
- A cégek befektetési politikáját az osztalékpolitika nem befolyásolja.
- Az amortizáció azonos a nettó pótló beruházással.

A Gordon modell nettó profitáramával szemben ebben a modellben a beruházási áram áll. Ez a koncepció a működtetőkre, az érték aktív alakítóra helyezi a hangsúlyt, szemben állítva a tulajdonosi osztalékot váró értékregisztrálókkal.

A végtelen hosszú időhorizontot alapul véve a nettó profit és a beruházás különbségként a vállalat értéke a következő

$$V = \frac{E_1}{k} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I_t(r-k)}{k(1+k)^t}$$

A teljes vállalati érték két részre oszlik: az első tag a meglévő eszközök növekedés nélküli értéke, a másik magában foglalja a vállalati növekedést. Növekedési érték csak abban az esetben jön létre, amikor a beruházás megtérülése nagyobb, mint a tőkeköltség ($r > k$). Ellenkező nagyságrendi állapot értékvesztést eredményez.

A két elméleti modell megjelenését követő évtizedekben egymás mellett élt és hatott az aktív és passzív értékmeghatározás koncepciója.

Az időközben megfogalmazott kritikák és értékelések /Fama 1970, Brennan 1970, Stiglitz 1969, 1974, / az eljárások szintézisét emelték ki.

Két irányban fejlődtek az értékelési módszerek: egyrészt kezelhető modellt munkáltak ki a végtelen hosszú időhorizont pénzáram tételeknek a megragadására, másrészt az érték tényezők azonosítása finomodott.

A fejlődés iránya inkább a gyakorlati értékelési eljárások finomítását tűzte ki célul, az értékbecsítő tényezőknek az azonosításával. / Copeland-Koller-Murrin 1990 /

Kindulásként a Miler-Modigliáni összefüggést alkalmazták. A Miller-Modigliani értékelési modellben a beruházás tényezője és a nettó profit (E_1) konstans b arányként értelmezendő, figyelembe véve, hogy $g=b*r$ értékkel egyenlő, kapjuk a vállalati érték megközelítés új összefüggéseit.

$$V = \frac{E_1}{k} \left[1 + \frac{b(r-k)}{1+g} * \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{1+g}{1+k} \right]^t \right]$$

Ameddig a vállalati értékteremtés feltétele igaz, a fenti egyenletnek van határértéke, így megkapjuk a "g" ráta mellett növekvő vállalat értékét.

Ebből a modellből ha visszatérünk a valós világba, és figyelembe vesszük a vállalat adófizetési kötelezettségét, származtatható a következő egyenlet:

$$V = \frac{E_1(1-T) * (1-b)}{k^* - g}$$

A tört számlálójában a működés adózás utáni szabad pénzárama található, /T: adó/

A pénzáram növekedés figyelembe vételével a tőke súlyozott átlagköltséggel történő jelenérték számítása adja a vállalat végső értékét.

A megtérülési arány /r/, a profitvisszatartási ráta /b/ és a növekedés /g/ figyelembe vételével a képlet átalakul:

$$V = \frac{E_1(1-T) * (1-g/r)}{k^* - g}$$

A formula az üzleti vállalkozás eredményét a működési cash-flow-ra alapozza, a működési profit és amortizáció összegéből levonva a vállalat tárgyi-és forgótókére fordított összes beruházását.

Ennek a működési profitnak a jelenértéke a tulajdonoshoz áramló hozamot jelenti.

Ennek az értékelésnek három feltételét különítik el a szerzők:

- A beruházott tőke megtérülés nagyobb legyen a tőke súlyozott átlagköltségénél
- A beruházás csak akkor hoz létre értéket, ha nagy összeget fektetnek be
- A kompetitív előny kihasználása, mely szerint a beruházás előny a súlyozott tőkeköltséghez képest bekövetkezik azelőtt, mielőtt a hosszú távú egyensúlyi szint létrejönne. A hosszútávú egyensúlyi szint a hosszútávú átlagköltség minimum helyénél jön létre, így a kompetitív előny kihasználás feltétele, hogy a megtérülési ráta nagyobb legyen a hosszútávú átlagköltség minimumértékénél.

Az értékelési módszerek közül, viszonylagos egyszerűsége miatt a vállalatértékelési gyakorlatban a szabad pénzáramlás szerinti megközelítést használják a leggyakrabban.

A magyar számviteli törvény előírásainak megfelelően készített mérleg és eredménykimutatásból kiindulva, a vállalat gazdasági tevékenységét megismerve számíthatók a szabad cash-flow elemei és az értékelés többi paraméterei.

VII. A FALCO KFT. ÉRTÉKELÉSÉNEK ELVI MEGKÖZELÍTÉSE

A disszertáció részét képezi az irodabútor gyártással foglalkozó Falco Kft. értékelésének az elvégzése. Mivel egy vállalat nem elszigetelten létezik, termelése, technológiája, értékesítése környezetfüggő, így a vállalat vizsgálata mellett sor kerül az irodabútor szakágazat elemzésére is.

A vállalat a szerző rendelkezésére bocsátotta öt év beszámolójának anyagát. Az értékelési eljárások közül a jövedelem alapú eljárás került alkalmazásra a vállalati érték meghatározásánál. Elvetésre került az osztalék-áramláson alapuló módszer alkalmazása az osztalék fizetés többszöri elmaradása miatt. A beruházások évenkénti egyenetlen hullámzása pedig nehezítette volna az erről az oldalról történő megközelítést az értékelésnek.

A vállalkozások jövedelmet termelő képességét figyelembevevő értékelési mód /Copeland-Koller-Murrin 1999/ a DCF modell, melynek értelmében a vállalati működés üzleti értéke megegyezik a hozzájuk tartozó pénzáramlásnak a kockázatot is figyelembevevő jelenértékének nagyságával. Az értékelendő jövedelem a vállalkozás üzleti tevékenysége által hosszú távon, teljes élettartama során realizálható jövedelem, amely a forrásbiztosítók rendelkezésére áll. A forrásbiztosítók alatt a tulajdonosok és a hitelezők értendők, kik pénzükről való lemondásával és annak a vállalkozás rendelkezésére bocsátásával kockázatot vállalnak. A pénzről való időleges lemondás és a kockázat vállalásért cserébe egy bizonyos hozamot elvárnak.

Az elvárt hozamot a tőke költség határozza meg. A tőke költség kulcstényező az értékelési folyamatban, aminek nagysága a tőkepiac tökéletességétől vagy tökéletlenségétől függ. A tőkepiac a biztosítója a finanszírozásnak, a megtakarítások összegyűjtője és újraelosztója. A reálszféra tehát innen szerzi be forrásait, melyeknek ára és kockázata van.

A megtérülés bizonytalansága az alapja a befektetések kockázatának. A vállalat esetében a forrásbiztosítók közül a hitelezők hozamelvárása alacsonyabb, mint a tulajdonosoké, mivel a vállalkozás kudarca esetében a követelések visszafizetésében a hitelezők előnyt élveznek. A tulajdonosok nagyobb kockázat vállalása következtében a kockázat ára az ő esetükben magasabb.

A kockázat elemzése két részre osztható, egyrészt beszélünk a vállalat egyedi, specifikus kockázatáról és beszélünk a piaci kockázatról. A vállalati, nem szisztematikus kockázat a

vállalat működéséből ered, környezete, termelése, infrastruktúrája, kapcsolatai magában hordozzák a bizonytalanság lehetőségét. A piaci kockázat elemzésénél a kiindulás alapja az államkötvények vizsgálata, visszafizetésüket az állam garantálja, ennek következtében semmi kockázattal nem rendelkeznek. Amennyiben össze akarjuk állítani egy piaci portfólió kockázatát, a piacon lévő más vállalatok értékpapírjainak elemzését kell elvégezni. A tőkepiaci kockázati ár nem más, mint a tőkepiac egészét tükröző portfólió hozama, csökkentve a kockázatmentes befektetések hozamával, amely összességében a tőkepiac egészének kockázatát kifejező ár. Hatékony tőkepiacot feltételezve a tőkeallokáció minden pozitív nettó jelenértékű projekthez forrást biztosít.

Maga a kockázat matematikai megközelítése a valószínűség számításán alapszik. A jövőbeni hozamok valószínűségi fogalmakkal írhatók le. Mind a hozamok szórása / a várható hozamtól való négyzetes eltérések súlyozott átlagának négyzetgyöke / / Illés I-né 1998/, mind a varianciája /a lehetséges hozamok és a várható hozam közötti eltérések négyzetének átlaga / alkalmas mérőszám a kockázat nagyságának jelzésére.

A hozamelvárás, a tőkeköltség és a kockázat alkalmazásával a pénzáramlás, a cash flow jelenértékének számítása a vállalkozás üzleti értékének az első része. Mivel az üzleti érték meghatározása a vállalat egész működési idejére vonatkozik, ezért szükséges az örökjáradék formulával az előrejelzési időszak után végtelen időszakra vonatkozóan a maradványérték kiszámítása.

A cash-flow és a maradványérték tőkeköltséggel való diszkontálása adja a vállalat értékelésének végeredményét.

A kiszámítás pontosságának a bizonytalansága egyrészt a prognosztizált cash-flow és maradványérték megbízhatóságából, másrészt az előrejelzési időszak meghatározásából eredeztethető.

A DCF modellel történő értékelés lépései a következők:

1. A múltbéli teljesítmény elemzése
2. A jövőbeni teljesítmény előrejelzése
3. A tőkeköltség becslése
4. A maradványérték becslése
5. A végeredmény kiszámítása és értelmezése

VII.1. A MÚLTBELI TELJESÍTMÉNY ELEMZÉSE

Egy vállalat értékelése során az első lépés a múltbeli teljesítmény elemzése. A múltban lejátszódott események szolgálnak alapul a jövő előrevetítéséhez, ezért értékelése elengedhetetlen feladat.

A múltbeli elemzés sikerességének egyik kritériuma, hogy átfogó legyen. Nem elegendő csupán különböző mutatószámok, pl. hatékonysági, jövedelmezőségi, stb. felírása, a múltbeli elemzés nem ezeknek a gyűjteménye. Kevés az alapmutatószámok használata, olyanokra van szükség, amelyek elősegítik a vállalati működésben, finanszírozásban, befektetésben fellépő hatékonyságcsökkentő tényezők feltárását. Ugyanúgy elvárható, hogy az alkalmazott mutatószámok elősegítsék a vállalat értékteremtő tényezőinek feltárását.

Az értékteremtő tényezők a működési terület, termelési profil, üzem nagyság által meghatározottak. Azonban nem statikusak, az idő folyamán változnak, tehát időnként felülvizsgálandók.

Egy vállalat értékteremtő tényezőinek megtalálása összetett feladat. Sok kreativitás szükséges hozzá, feltárásuk számos próbálkozás és kísérlet eredményeképpen járhat sikerrel. A rendelkezésre álló információkon alapuló mechanikus eljárások és a tisztán pénzügyi megközelítések ritkán vezetnek eredményre. A már feltárt értékteremtő tényezők sohasem vizsgálhatók egymástól függetlenül, a közöttük fennálló összefüggések teljes körű feltárása szükségeltetik a tisztánlátáshoz.

VII.1.1. AZ EBIT MEGHATÁROZÁSA

A vállalati érték meghatározás első lépése a működési cash-flow számítása. A működési cash-flow tartalmazza a vállalat tényleges termelési tevékenységéhez tartozó pénzáramlások számbavételét. Az első lépés a vállalati beszámolóból számított adózás előtti működési nyereség, EBIT számítása, amely minden, a folyó működéshez kapcsolódó tételt tartalmaz, beleértve a legtöbb bevételt és költségeket. Kimaradnak a kapott kamatok, a fizetett kamatok, a tevékenység megszüntetése révén elért nyereség vagy veszteség, a rendkívüli bevételek és kiadások, illetve a nem a működéshez kapcsolódó befektetésekből származó jövedelem.

Számítása a következő:

Nettó árbevétel

- értékesítés közvetlen költsége

- értékesítés közvetett költsége

kamat és adófizetés előtti nyereség = EBIT

Az EBIT meghatározásánál a kapott és fizetett kamatok nem kerülnek be a számítás menetébe. Ezért olyan vállalati nyereséget kell értelmezni benne, amelynek tőkeáttétele nulla. Ha a vállalati működés céljának a tulajdonosi érték teremtését vesszük, s a tulajdonosi érték a vállalat érték és a hitelek különbsége, akkor megállapítható, hogy az EBIT a tulajdonosi érték egyik tényezője.

VII.1.2. A NOPLAT ÉS A BEFEKTETETT TŐKE KISZÁMÍTÁSA

A NOPLAT a működési nyereség adózott formája. Az EBIT után fizetendő vállalati nyereségadót tartalmazza. Az itt számított adóban nincs benn a kapott, fizetett kamatok adótartalma, a működéshez nem kapcsolódó tételek adóvonzata.

Az EBIT után fizetendő adó számítása:

+ adófizetési kötelezettség az eredmény-kimutatás szerint:

+ kamatfizetés adóvonzata

- kapott kamatok után fizetendő adó

- a működéshez nem kapcsolódó jövedelem után fizetendő adó

EBIT adótartalma

A korrigált adóval csökkentett nettó működési profit NOPLAT számítása:

+ EBIT

- EBIT adótartalma

NOPLAT

A NOPLAT szintén tulajdonosi érték meghatározó tényező A magyar adófizetési előírásokkal szemben a tényező adófizetését azonnali készpénzes fizetési kötelezettségnek kell venni.

A vállalatba befektetett tőke az üzleti tevékenységbe befektetett pénzüsszeget jelenti tárgyasult formában. A befektetett tőke tartalmazza a működő tőkét, a nettó tárgyi eszközöket és az egyéb működéshez kapcsolódó eszközök egyéb forrásokkal csökkentett összegét.

A működő tőke a forgóeszközök, és a kamatfizetéssel nem járó rövid lejáratú kötelezettségek különbségeként értelmezendő.

A nettó tárgyi eszközök és a forgó tőkéhez tartozó pénzeszközök közül szintén csak a szigorúan a működéshez tartozók jöhetnek számításba az elemzéskor. Nagy értékű tárgyi eszköz, amely nem tartozik szorosan a működéshez, a vállalat értékelésénél csak mint vagyontárgy szerepel, a cash-flow számításánál nem értékelhetők.

A működéshez nem tartozó pénzeszközök és piacképes értékpapírok általában a vállalat egyensúlytalanságát jelzik pénzáramlás tekintetében. A működéshez nem kapcsolódó pénzeszközök és piacképes értékpapírok mennyiségi becslését az iparági átlaghoz viszonyítva lehet elvégezni. A bevétel 0.5-2.0 %-át meghaladó pénzeszközt illetve piacképes értékpapír állományt tekinthetjük a működéshez nem szükségesnek. Ezt az értékpapír állományt külön kell beszámítani a vállalat értékébe.

Az egyéb működéshez kapcsolódó eszközökhöz tartoznak az immateriális javak és az aktív időbeli elhatárolások, a forrás oldalon a céltartalékokat és a passzív időbeli elhatárolásokat kell figyelembe venni.

A befektetett tőke kiszámításánál szerepet játszik a vállalat piaci értéke és könyv szerinti értékének különbözeteként értelmezett goodwill. Ezt az értéktöbbletet a vállalat a könyv szerinti értékénél kedvezőbb piaci megítélése eredményezi.

VII.1.3. A CASH-FLOW KISZÁMÍTÁSA

A szabad cash-flow nem más, mint a vállalat tényleges működési pénzáramlása, amely rendelkezésre áll az adófizetési kötelezettség után a tulajdonosoknak és hitelezőknek. A szabad, vagy másképpen működési cash-flow, a vállalat termelési tevékenységével van összefüggésben, nem tartoznak hozzá a kereskedés által realizált pénzáramok. Nagysága

közvetlenül független a finanszírozás struktúrájától, bár rejtetten a tőkeköltség számítása esetében a saját és az idegen tőke révén mégis ható tényező a finanszírozás módja.

A szabad cash-flow számításának két útja ismert. Ismert direkt és indirekt számítási eljárás. A direkt számítás a vállalat ténylegesen befolyó és kimenő pénzüsségeit veszi figyelembe. Nehézkes módszer, mivel köztudott, hogy a számvitelben a reál folyamatok elválnak a pénzügyi folyamatoktól. A gyakrabban alkalmazott, az indirekt módszer a mérlegből kiindulva, az eszköz és a forrás oldal elemeinek változásaival számítja a pénzáramlást, természetesen figyelembe véve, melyik jelent pénz be- kimenetelt. Az eljárás technikai kivitelezéséhez szükségeltetik egy bázis és egy tény év meghatározása, s a különbség képzése után a pénz bemenetelt pozitívan, a pénz csökkenést negatív értékkel kell a számítás menetébe beiktatni.

Egy vállalat pénzügyi döntéseinek eredménye, hogy változást idéznek elő az egyes eszközökben, forrásokban vagy mindkettőben. A pénzügyi döntések eredményét a mérleg tükrözi, amely tekinthető a vállalkozás múltbeli befektetési és finanszírozási tevékenységéről készült pillanatfelvételnak. A pénzügyi döntések két alaptípusát különböztetjük meg, a befektetési és finanszírozási döntéseket. A pénzügyi döntéseknek természetesen pénzáramlás következménye is van, ennek megfelelően megkülönböztethető a befektetők rendelkezésére álló cash flow és finanszírozási cash flow.

A cash flow kimutatás ennek megfelelően három részre tagolódik: a működési, a befektetői és a finanszírozási cash flow-ból.

A cash flow kimutatás tagolása az adózott eredmény figyelembevételével a következő:

CASH FLOW- kimutatás

Szokásos tevékenységből származó pénzeszköz-változás – működési cash flow,
1+13. Sorok

1. Adózás előtti eredmény
2. Elszámolt amortizáció
3. Elszámolt értékvesztés és visszaírás
4. Céltartalék képzés és felhasználás különbözete
5. Befektetett eszközök értékesítésének eredménye
6. Szállítói kötelezettségek változása

7. Befektetett eszközök értékesítésének eredménye
8. Szállítói kötelezettség változása
9. Egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása
10. Passzív időbeli elhatárolások változása
11. Vevőkövetelés változása
12. Forgóeszközök változása
13. Aktív időbeli elhatárolások változása
14. Fizetett, fizetendő adó
15. Fizetett, fizetendő osztalék

II. Befektetési tevékenységből származó pénzeszköz változás

Befektetési cash flow, 14-16. Sorok

14. Befektetett eszközök beszerzése
15. Befektetett eszközök eladása
16. Kapott osztalék, részesedés

III. Pénzügyi műveletekből származó pénzeszköz változása

Finanszírozási cash flow, 17-27. sorok

17. Részvénykibocsátás, tőkebevonás bevétele
18. Kötvény hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátásának bevétele
19. Hitel és kölcsön felvétele
20. Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek törlesztése, megszüntetése, beváltása
21. Véglegesen kapott pénzeszköz
22. Részvénybevonás, tőke kivonás
23. Kötvény és hitelviszonyt megtestesítő értékpapír visszafizetése
24. Hitel és kölcsön törlesztése, visszafizetése
25. Hosszú lejáratra nyújtott kölcsönök és elhelyezett bankbetétek
26. Véglegesen átadott pénzeszköz
27. Alapítókkal szembeni, illetve egyéb hosszúlejáratú kötelezettségek változása

IV. Pénzeszközök változása I+II+III. sorok

A beszámoló adataiból meglehetősen nehéz egyértelműen számítani a cash flow-t, több korrekciós tétel létezik, melyekkel a mérleg és az eredmény-kimutatás sorait módosítani kell. A korrekciós tételek alkalmazásának szükségszerűsége abból a tényből fakad, hogy halmozódás ne torzítsa a végeredményt.

A korrekciós tételek, melyeket figyelembe kell venni, a következők:

1. Az osztalék nagyságának az adózás előtti eredményt csökkenteni kell, az osztalék a befektetői cash flowba tartozik.
2. Az amortizáció számolásánál a terven felüli értékcsökkenési leírásokat pozitív előjellel, azok visszaírását negatív előjellel kell figyelembe venni.
3. Az adott időszakban jegyzett tőke emeléséből befolyt pénzeszeget a részvénykimutatás, tőkebevonás bevétele sorban kell kimutatni. A céltartalék-képzés többletét pozitív előjellel, felhasználás többletét negatív előjellel kell figyelembe venni.
4. A befektetett eszközök eladási ára és könyv szerinti értéke közötti nyereséget negatív, a veszteséget pozitív előjellel kell értékelni.
5. Az „egyéb rövid lejáratú kötelezettség változása” sorban a vevőktől kapott előlegek, a váltótartozások és az egyéb rövid lejáratú kötelezettségek állomány növekedését pozitív előjellel, állomány csökkenését negatív előjellel kell figyelembe venni.
6. A befektetett eszközök eladása sorban a befektetett eszközök eladási árának pénzügyileg rendezett értékét kell kimutatni. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok beváltása miatt kapott, ténylegesen befolyt összeget is itt kell kimutatni.
7. Az adott időszakban jegyzett tőke emeléséből befolyt pénzeszeget a részvénykimutatás, tőkebevonás bevétele sorban kell kimutatni.
8. A kötvény és hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátásának bevétele sorban az adott időszakban rövid és hosszú lejáratú kötvények és más hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátásából származó, befolyt pénzeszeget kell kimutatni.
9. A tőke-, illetve eredménytartalék javára véglegesen vagy az eredmény javára fejlesztési célból befolyt pénzeszközt kell kimutatni.
10. A jegyzett tőke leszállítás miatt a tulajdonosok részére kifizetett pénzeszeget és a bevont saját részvényt, üzletrész névértékét kell a részvénybevonás, tőke kivonás sorban számításba venni.

A korrekciós tételek részleges felsorolása után a szabad cash flow számítás többi módját mutatják a következő képletek.

Szabad cash flow = NOPLAT – nettó befektetések

Szabad cash flow = / NOPLAT + amortizáció / - / nettó befektetések + amortizáció /

Szabad cash flow = bruttó cash flow – bruttó befektetések

A NOPLAT mutató felhasználásával a cash flow kimutatás számítása a következő:

NOPLAT

+ amortizáció

bruttó cash flow

+ működő tőke növekménye

+ a befektetett eszközökbe eszközölt tőkekiadások

+ egyéb eszközök egyéb forrásokkal csökkentett állományának növekménye

bruttó befektetés

szabad cash flow értéke a goodwill előtt

goodwillbe eszközölt befektetés

szabad cash flow

a működéshez nem kapcsolódó pénzáramlások

más valutáról történt átszámítás hatása

befektetők rendelkezésére álló cash flow

adózott kamatbevétel

a működéshez nem szükséges piacképes értékpapírok növekménye/ csökkenése

adózott kamakkiadás

az adósságállomány növekedése / csökkenése osztalékfizetés

részvényvisszavásárlás/ kibocsátás

finanszírozási cash flow

A működéshez nem kapcsolódó pénzáramlások, a nem normál üzleti tevékenységhez kapcsolódó pénzmozgásokat jelentik. Ha feltesszük a kérdést, melyik az a pénzáramlás, amely nem kapcsolódik a működéshez, nehéz erre választ adni. A szokásos tevékenység meghatározása adhat alapot a fenti pénzáramlás elkülönítéséhez. Általában a megszüntetett tevékenységből származó pénzáramlásokat, a rendkívüli tételeket és a más területen tevékenykedő leányvállalatoktól származó pénzáramlásokat soroljuk a nem a működéshez tartozó pénzmozgásokhoz.

A cash-flow számítás kétféle megközelítése eltérően értelmezendő. Amennyiben a beszámolóból kapott eredményből történik a kiindulás, akkor a pénzáramlás a saját tőke és a hitelezők rendelkezésére álló pénzüsszeg. A NOPLAT mutatóból számított cash-flow ezzel szemben csak a tulajdonost megillető pénzáramlást jelenti. Ezzel válik a vállalatértékelés folyamata konzisztensé a tulajdonosi érték meghatározásában.

VII.1 4. AZ ÉRTÉKTEREMTŐ TÉNYEZŐK SZÁMÍTÁSA

A vállalati fő célkitűzés, a tulajdonosi érték maximalizálása. A tulajdonosok képviselik az egyetlen olyan csoportot, akik a saját igényeik értékének maximalizálására való törekvéssel egyidejűleg mindenki más követeléseinek értékét is maximalizálják. Az érték előállításának mérőit nevezzük értékteremtő tényezőknek. /Bodie-Kane-Marcus 1996 /

A első értékteremtő tényező, amely segítségével átfogó képet kapunk a vállalat működéséről a befektetett tőkével arányos hozam, a ROIC.

A ROIC-ot az alábbi módon definiáljuk:

$$\text{BEFEKTETETT TŐKÉVEL ARÁNYOS HOZAM} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{BEFEKTETETT TŐKE}}$$

A ROIC az egyik legfontosabb mutatószám a vállalat hatékonyságának elemzésére, mivel a vállalat tényleges működési eredményére összpontosít. Alkalmazásának feltétele, hogy konzisztencia jöjjön létre a számlálóban és a nevezőben lévő értékek között.

A konzisztencia megteremtésének első feltétele, amennyiben valamely eszköz a befektetett eszközök között szerepel, akkor a belőle fakadó jövedelemnek is szerepelnie kell a NOPLAT számítása során.

A másik befolyásoló paraméter, amely a mutató kiszámítását a való tényektől eltérítheti, az infláció. Az infláció torzító hatása nyilvánul meg abban, hogy általa a NOPLAT értéke megugorhat, amely csak az áremelkedésnek köszönhető és nem a teljesítmény növekedésének. Ezért szükségeltetik az eszközök értékének inflációt követő átértékelése.

A torzítás orvoslására két eljárás különböztethető meg, az egyik a pótlási érték használata, a másik pedig a tárgyi eszközök piaci értékének meghatározása.

A pótlási érték használatával nem lehet teljesen egyértelműen egyet érteni, mivel bizonyos eszközök nem feltétlenül pótolandók. Közgazdaságilag racionális lehet egy régi eszköz folytatólagos használata, annak ellenére, hogy az eszköz által generált nyereség nagysága esetleg indokolná az eszköz pótlását. A sohasem pótlendő eszközök sorába tartozhatnak az épületek, amelyek alacsony bekerülési értéke szinte versenyelőnyt jelent a vállalat számára, amely azonban csak papíron realizálódik a magas ROIC mutató kiszámításával.

A torzítás elkerülésének másik módja az eszközök piaci értékének alkalmazása a könyvelésben az alacsony bekerülési érték helyett. A magyar számviteli törvény nem engedélyezi az eszközök piaci értékének alkalmazását a vállalat könyveiben, csak bizonyos esetekben, például apport bevitelnél, ezért mérlegből számított eszközérték mindig tartalmaz torzításokat. Ugyanígy az amortizáció-számítás is az előzőek szerint történik, a bekerülési értéket alapul véve, ezért nagysága nem tükrözi a valós elhasználódást.

Ezért leszögezhető, hogy a konzisztencia követelményeinek nehéz eleget tenni a számviteli és adótörvények előírása miatt.

A ROIC alkalmazásának és az általa történő elemzésnek sokkal árfogóbb képét kapjuk a ROIC fa felállításával. A ROIC fa a mutatót legfontosabb összetevőire bontja fel annak érdekében, hogy nagyobb bepillantást nyújtson a ROIC-ot meghatározó tényezőkre. Az első lépésben két részre bontandó a mutató:

Az adózás előtti egységre jutó befektetett tőke, az EBIT-et korrigáljuk az adó hatásával.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\frac{\text{BEFEKTETETT TŐKE}}{\text{X (1- KÉSZPÉNZES ADÓKULCS)}}}$$

A képlet tovább bontható, amennyiben az EBIT-et és a befektetett tőkét az árbevételhez viszonyítjuk.

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{BEFEKTETETT TŐKE}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{ÁRBEVÉTEL}} * \frac{\text{ÁRBEVÉTEL}}{\text{BEFEKTETETT TŐKE}}$$

A képletnek megfelelően az adózás előtti ROIC-ot két tényezőre bontja:

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{ÁRBEVÉTEL}} = \text{működési eredményhányad, amely azt méri, hogy a vállalat milyen hatékonyan váltja az árbevételét nyereségre.}$$

$$\frac{\text{ÁRBEVÉTEL}}{\text{BEFEKTETETT TŐKE}} = \text{tőkeforrás, azt méri, hogy a vállalat milyen hatékonyan működteti a befektetett tőkéjét.}$$

Mindkét tényező még tovább bontható, az árbevétel és a költségek, az árbevétel és az egyes eszközelemek viszonyára, amely mutatókból következtetni lehet, hogy működés esetén mely költségek, és mely tőkeelemek nyomnak súlyosabban a vállalat eredményesebb működése szempontjából.

A ROIC mutató számításánál a befektetett tőkét vesszük viszonyítási alapul. A befektetett tőke összegzésénél a forgótőke, mint működő tőke kerül számításba. /Bánhidi 1996/

Forgótőke = Forgóeszköz – Rövidlejáratú kötelezettségek

Értelmezünk az összes eszközre vetített mutatókat is, ahol az eszközkiszámításnál nem kell figyelembe venni a forrásoldal bizonyos tételeit, mint csökkentő tényezőket. Az első mutató, mely az összes eszköz hatékonyságát jelzi, az eszközarányos megtérülés, a ROA:

$$\text{ROA (return on assets)} = \frac{\text{ADÓZOTT PROFIT}}{\text{ÖSSZES ESZKÖZ}}$$

Az összes eszköz itt tartalmazza a mérlegben szereplő befektetett eszköz, a forgóeszköz és aktív időbeli elhatárolódás összegét.

A nettó eszközre vonatkoztatott mutató, a ROI, a nettó eszköz egységére vetítve adja meg az adózott profit nagyságát.

$$\text{ROI}(\text{return on investment}) = \frac{\text{ADÓZOTT PROFIT}}{\text{NETTÓ ESZKÖZ}}$$

A nettó eszköz a mérleg eszköz oldalának módosított változata, a forgóeszköz helyett a forgó tőkével számított összes eszköz szerepel a nevezőben Bizonyos mértékben a ROIC mutatóhoz hasonlít, ahol a nettó eszköz még két forrásoldali tétellel csökkentett összege szerepel.

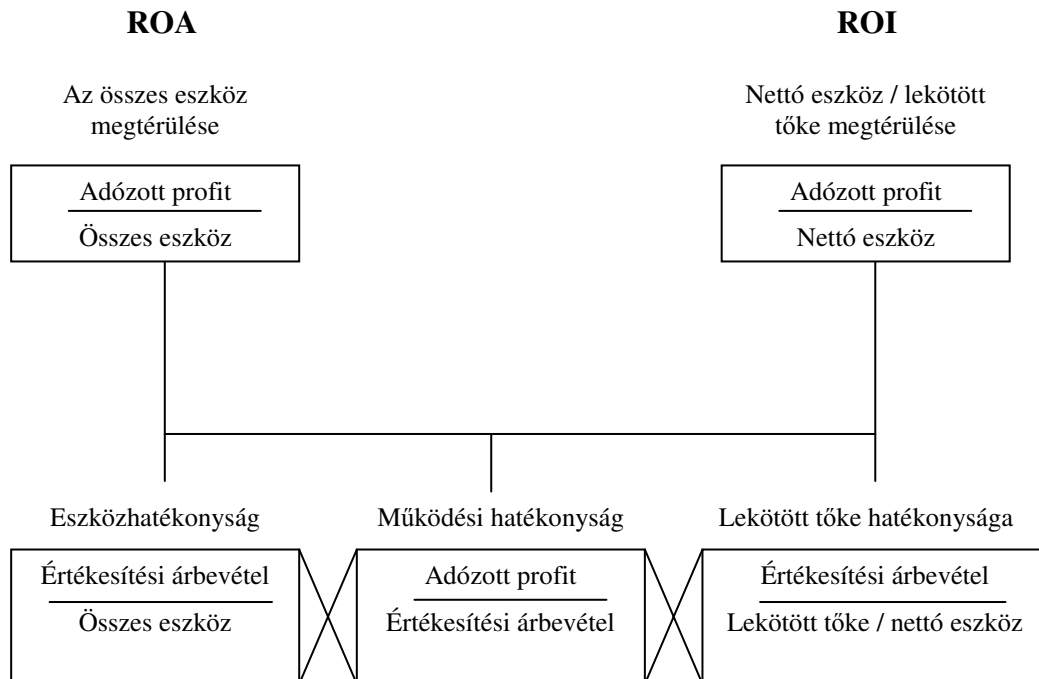
A harmadik mutató a részvénytőke-arányos megtérülés, a ROE, amely az idegen tőke egységéhez viszonyítottan jelzi a profit nagyságát, amely tehát a finanszírozás megoszlására jutó eredménytermelést mutatja.

$$\text{ROE}(\text{return on equity}) = \frac{\text{ADÓZOTT PROFIT}}{\text{RÉSZVÉNYTŐKE}}$$

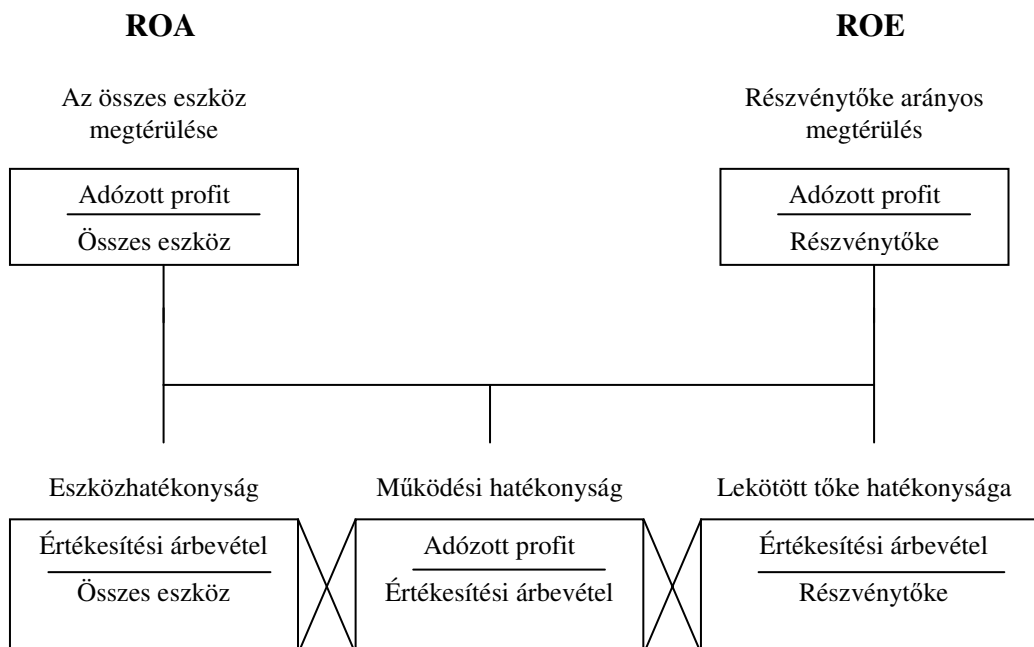
Mindhárom mutatónak a magyar gyakorlati életben való alkalmazása egy vállalat működésének jellemzésében torzításokat tartalmaz. A torzítás oka a hatályban lévő számviteli törvény, mely nem teszi lehetővé az eszközök piaci alapú átértékelését, így minden ilyen számított adatot fenntartásokkal kell fogadni. Az előzőekből következik, hogy magas értéket elért mutatók nem biztos, hogy a vállalat jó működését jelentik, hanem alacsony értéken szereplő eszközök meglétét.

A mutatók további tényezőkre bonthatók: /Katits 2002 /

A 3.-4.sz. ábrák ábrák a ROA és ROI, valamint a ROA és a ROE közötti összefüggéseket jelzi.



3. számú ábra



4. sz. ábra

A ROA mutató az eszközhatékonyság és a működési hatékonyság, ROI mutató a lekötött tőke hatékonyság és a működési hatékonyság, ROE mutató, pedig a működési hatékonyság és az összes eszköz idegen tőkének finanszírozott arányára bontható.

VII. 1. 5. ÁTFOGÓ KÉP KIALAKÍTÁSA A MÚLTBELI TELJESÍTMÉNYRŐL

A cash flow elemeinek, az értékteremtő tényezők múltira vonatkozó értékeinek kiszámítása után elemezni kell a kapott eredményeket. Trendeket kell felállítani, illetve ha lehetséges az iparág más vállalataival kell elvégezni az összehasonlítást.

Az elemzés során átfogó képet kell kialakítani, amiben a vállalat teljes pénzügyi megítélését, erős és gyenge pontjainak a feltárását kell elvégezni. Az átfogó kép kialakítása nem egy mechanikus folyamat, ezért nehéz általános szabályokat felállítani.

Alapvető előírások azonban megfogalmazhatók:

- Mindig olyan messzire kell tekinteni vissza az időben, amennyire csak lehet. Ezáltal képet kapunk arról, hogy a vállalat éveket figyelembe véve visszaáll-e egy normálszintre, vagyis felrajzolható-e egy trend, vagy a múlttól való tartós elszakadás figyelhető-e meg.
- Az értékmérő tényezőket a lehető legnagyobb mértékben fel kell bontani tényezőkre, a működési teljesítmény részmutatóinak minél teljesebb kifejtésével.
- Amennyiben a teljesítményben, a pénzügyi folyamatokban nagy kilengések tapasztalhatók, tisztázni kell, mik állnak a változások mögött. A pénzügyi mutatók kilengései mögött pusztán számviteli hatások fedezhetők fel vagy a vállalatok működése, esetleg piaci hatások váltják ki a változásokat.

A múlt elemzésének szüksége a jövő vizsgálatának alapja. Amennyiben feltárható, milyen volt a vállalat helyzete az iparágban, milyen stratégiák vezettek sikerre, pénzügyi helyzetében hol található buktatók, a jövőbeli tervezés és teljesítmény előrejelzésének szolgáltatnak útmutatót.

VII.2. A JÖVŐBENI ELŐREJELZÉS ELMÉLETE

VII.2.1. A JÖVŐBENI TELJESÍTMÉNY ELŐREJELZÉSE

A jövőbeni előrejelzés a múltba épül, a múltban lezajlott folyamatok, eredmények alapján lehet becsülni az elkövetkezendő időszakban lezajló folyamatokat.

Előrejelzést, prognosztizálást kell készíteni a vállalat teljesítményéről, a jövőbeni realizált folyamatok által generált pénzügyi kimutatásokról, az elkövetkezendőkben lejátszódó pénzáramlásokról. Vizsgálni kell, milyen új versenytényezők lépnek fel, lesznek-e új érték-meghatározók, vagy a régiek közül valamelyik értékét veszti-e.

Az előrejelzés készítés mindig két szinten végzendő, egy optimista és egy pesszimista becslés szükségeltetik. Optimista becslés esetén mindig minden adatot, természetesen a valóságtól nem elvonatkoztatva, egy kicsit felül kell értékelni, pesszimista értékelés pedig a piac, a kereslet, az értékesítés vagy a gyártási folyamat borúlátóbb megítélését jelenti. E két szélsőséges megítélés akkor helyes, amennyiben a ténylegesen megvalósuló jövő a kettő között fog elhelyezkedni. Az előrejelzés szerkezete magában foglalja a lényeges változók sorrendjének meghatározását és a köztük fennálló viszony megbecsülését.

Az előrejelzés legfontosabb eleme a cash-flow meghatározása, melyben az elkövetkezendő idők mérleg és jövedelem kimutatásait kell prognosztizálni

Az előrejelzés másik sarkalatos pontja az infláció előre vetítése. Az inflációs ráta fontos alapadat, a tőkekölség, a diszkontráta meghatározásához, amellyel a becsült cash-flow-k jelenértéke számítható. Az inflációt a valóságban az átlagos áremelkedés számszerűsítése révén határozzák meg, a tőkekölség WACC hosszabb távú, jövőbeni időszak számszerűsített rátájának becslése a nominál és a reál kamatlábal oldható meg. Az infláció előrejelzése több lépcsőben történik: először meg kell határozni a nominális kockázatmentes kamatlábat arra az időtávra, amelyre az inflációt előre kívánjuk jelezni. Meg kell becsülni a reálkamatlábát, majd a kettő ismeretében számítható az inflációs ráta: / Copeland. Koller. Murrin 1999/

$$\text{VÁRHATÓ INFLÁCIÓS RÁTA} = \frac{1 + \text{Nominális kamatláb}}{1 + \text{Reálkamatláb}} - 1$$

Az előrejelzés időszakának konkrét számszerű értékét nehéz megadni. Az tény, hogy az időszak két részre osztható, az első előrejelzés periódus, amelyből prognosztizált cash-flow értékek jelenértéke számítható, az elméleti előírás szerint addig tart, amíg a vállalat egy stabil állapotot nem ér el. A megfogalmazás elég bizonytalan, mit lehet érteni stabil állapoton, állandó hozamot vagy befektetések azonos %-os arányát? Amennyiben az elemzett vállalat, a múlt éveinek vizsgálatában stabil helyzetet sugall, akkor előre jelezni sem szükséges?

Ezek a kérdések másik oldalról is megközelíthetők. Az időszak hosszát úgy is becsülhetjük, hogy az előrejelzés végéig a tőkeköltségnek le kell csökkennie a befektetések hozamára. A piaci formák számbavételénél ismert a tiszta versenyes, oligopolisztikus, monopol és monopolisztikus piacok, bár abszolút tiszta verseny nincs, mégis a hosszú távú kompetitív piac egyensúlyi helyzetének kialakulását ismerjük fel más piacformánál. A piacra való belépés, ha nem is mindenki számára elérhető, eredményezi a bővülést, amely közel konstans kereslet mellett piaci árcsökkenést von maga után. Az árcsökkenés pedig a nyereség csökkenését jelenti, addig a pillanatig, amikor már nem lesz érdemes befektetni az iparágba, a tőkeköltség, mint normál profit lesüllyed a hosszú távú átlagköltség minimumszintjére, ami nulla gazdasági profitot eredményez. Ez az a pont, ameddig ez a felfogás értelmében az előrejelzés éveit meg kell határoznunk, a további időszak értéke már mint a növekedési tényezővel korrigált örökjáradék képlettel kiszámított maradványérték kerül beszámításba.

Az előrejelzés hosszának meghatározásánál figyelembe kell még venni az iparág jelzéseit, az iparág növekvő vagy csökkenő, esetleg stagnáló ciklusát, a politikai, gazdasági helyzet stabilitását vagy instabilitását, a világgazdaság begyűrűző hatását.

Az előrejelzés végső fázisa a jóslás jóslása, vagyis annak a becslése, hogy mennyi a prognosztizálás bekövetkezésének a valószínűsége.

Jósolni nehéz –még ha a görög mitológia jósnőjéhez, Sybillához fordulunk is, - csak próbálni lehet a tudás és az intuíciók szerint az elkövetkező évek nemzetgazdasági és vállalati eseményeit előrevetíteni.

VII.2.2.. A TŐKEKÖLTSÉG BECSLÉSE

A tőkeköltség alkalmazható rátájának a megválasztása a vállalkozások egész értékelésének legnehezebb problémája.

A tőkeköltséget a piac határozza meg. Kifejezi azt a megtérülési rátát, amely a piacon olyan befektetésnél érhető el, amelyek várhatóan hasonló nyereséget eredményeznek. /Mellár 1997 /

A tőkeköltség teóriája a makrogazdasági kamat elméletben gyökerezik. Menger a tőkét, mint 3. termelési tényezőt tekinti a munka és a föld mellett, amelynek használatáért kompenzációt követel. A "várakozási teória" szerint /Marshall/ a kamat igazolás arról, hogy a hitelező lemond a fogyasztásról. Egy lehetséges másik magyarázatot Böhm-Bawerk képviselte, mely szerint a jelenlegi vagyonyjavak többet érnek, mint ugyanolyan és ugyanannyi jövőbeli vagyontárgy. Fisher is ezt az "időpreferenciát" tekinti, mint igazolási alapot a tőkeköltség számára. Másrészt pedig a kölcsöntőke a jelenlegi bevétel feláldozása a nagyobb jövőbeni bevétel javára. Keyneshez hasonlóan, a kamatot a likviditási preferenciáról történő lemondás áráként tekinti. /Mátyás 1993/

Az értékelés egyik legvitatottabb része a tőkeköltség meghatározása. A tőkeköltség fogalmi meghatározásához tartozik a tőkésítés és a tőkésített érték körüljárása.

A tőkésítés alatt egy vállalkozás jövőbeni hozamának jelenlegi értékének meghatározását értjük. / J.J.Hampton 1979 /

A tőkésített érték adott nagyságú nyereség eszköz értékét jelenti. / J.M. Rosenberg 1982 /

A tőkésítési ráta bármely olyan ráta, melyet a nyereség tőkésítésére használnak, vagy más szóval a tőkésítési ráta fogalmát legegyszerűbben a százalék oldaláról közelíthető meg, amellyel a nyereség osztva valamilyen értéket kapunk. / Pratt 1992 /

A tervezett jövőbeni nyereségfolyam jelenlegi értékének számítására használt tőkésítési rátát diszkontálási rátának nevezzük. Ebben az összefüggésben az alkalmazott ráta jelenti a tőkeköltséget.

A tőkeköltség meghatározásának első lépése, hogy külön kell választani a saját és az idegen tőkét, s a kettő költségét súlyozni kell a saját és idegen tőkének az össztőkéhez való arányában.

Az átlagos tőkeköltség számításánál, mint mindegyik vállalati értékelemnél fontos kitétel a konzisztencia követése.

A konzisztenciának való megfelelés, amely alatt az azonos értékelési, számítási módokat értjük, ebben az esetben a WACC és a diszkontálendő pénzáramlás közötti azonos eljárást jelenti.

Az azonosság alapkritériumait az alábbiakban lehet felsorolni:

- Az összes forrás súlyozott átlagaként való figyelembevétel
- Az adófizetés utáni adatokkal való számolás, minthogy a cash flow számítás is adózott NOPLAT segítségével történik.
- Nominális hozamokon alapul, mivel a cash flow is nominális mutató
- A specifikus, tehát csak a vállalatra vonatkozó kockázatok hatása érvényesül
- A finanszírozási értékek piaci értéken kerülnek beszámításra, mivel ezek esetében a piac megítélése a lényeg

Az előzőek figyelembevételével a WACC számítás képlete a vállalat jellemzőinek megfelelően a következő:

$$\text{WACC} = k_b (1 - T_c) \left[\frac{B}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{S}{V} \right]$$

k_b = a vissza nem hívható, nem átváltoztatható adósság várható adózás előtti lejáratig számított hozama

T_c = az értékelés alatt álló marginális adókulcs

B = a kamatfizetési kötelezettséggel járó adósság piaci értéke

V = az értékelés alatt álló források piaci értéke

k_p = a vissza nem hívható, nem átváltható elsőbbségi részvények adózás utáni tőkeköltsége

P = az elsőbbségi részvények piaci értéke

k_s = a saját tőke piacon kialakult alternatív értéke

S = a saját tőke piaci értéke

A fenti képletben három tőketípus szerepel, a vissza nem hívható, nem átváltható adósság, a vissza nem hívható, nem átváltható elsőbbségi részvények és a saját tőke.

A három tőkefajta költségeit külön-külön célszerű kiszámítani, majd az összegzésük és súlyozásuk után tudjuk kiszámítani az átlagos tőkeköltséget.

A vissza nem hívható, nem átváltható adósság tőkeköltség becslésének esetében először azt kell vizsgálnunk, mik tartoznak ezen a források közé.

A következőket kell idesorolnunk:

- sima befektetési minősítésű adósság
- a befektetési minősítést nem elérő adósság
- támogatott hitelek
- devizás adósság
- lízingek
- sima elsőbbségi részvények

Az előbb felsoroltak tőkeköltségének meghatározása esetén más-más módszer követendő. A befektetési minősítésű adósság esetében cash flow-val történik, a támogatott hitelek, melyek államilag támogatott kötvények az aktuális lejáratig számított piaci hozamukon kell bekerülniük a WACC-ba. A devizás adósság költség-meghatározás hibalehetősége az árfolyamkockázatban rejlik, ezért tőkeköltség számítása a vállalat saját valutájában kifejezett tőketörlesztések és kamatfizetések adózott költségével egyenlő. A lízingek alternatív költsége megegyezik a vállalat egyéb hosszú lejáratú adósságainak alternatív költségeivel, sima elsőbbségi részvények WACC rész számítása pedig örökjáradék formulával adható meg.

A saját tőke költségének becslésére az elméletben két modell található:

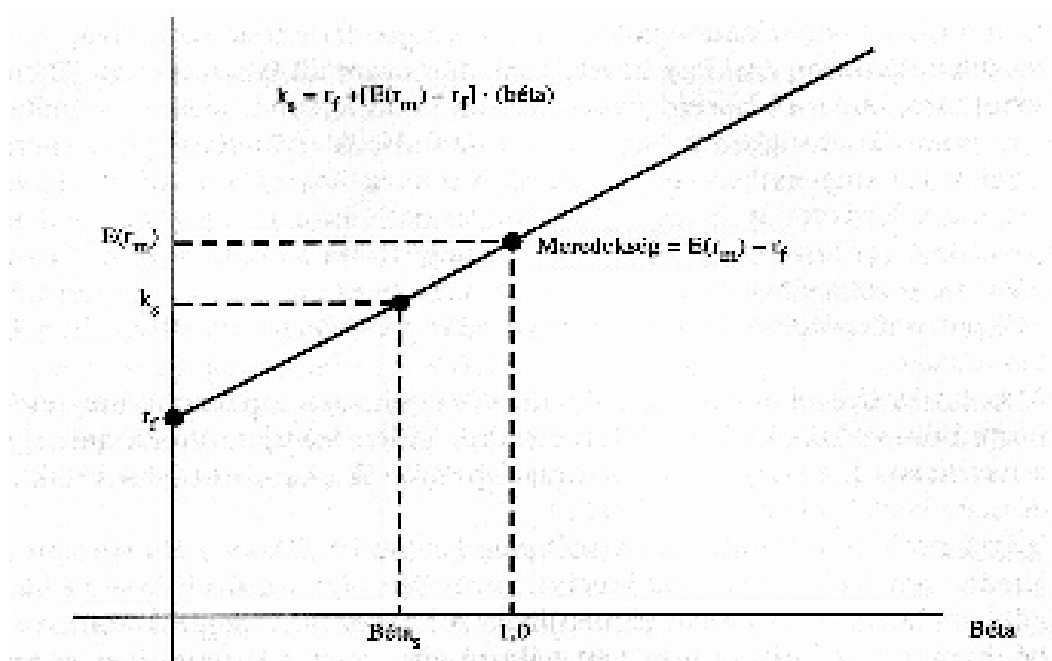
Az első a tőkepiaci árfolyamok modellje, CAMP / Capital asset pricing model / a másik pedig az arbitrált árfolyamok modellje, APM / Arbitrage pricing model /
/Brealey/Myers 1999/

A tőkepiaci árfolyamok modelljének alapelvei a következők:

A vállalat saját tőke költsége egyenlő a kockázatmentes hozam plusz a vállalat nem diverzifikálható kockázata szorozva a kockázat piaci árával.

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta$$

- k_s = saját tőke költsége
- r_f = kockázatmentes hozam
- $E(r_m)$ = a piaci portfólió várható hozama
- $E(r_m) - r_f$ = a piaci kockázat prémiuma
- β = saját tőke szisztematikus kockázata



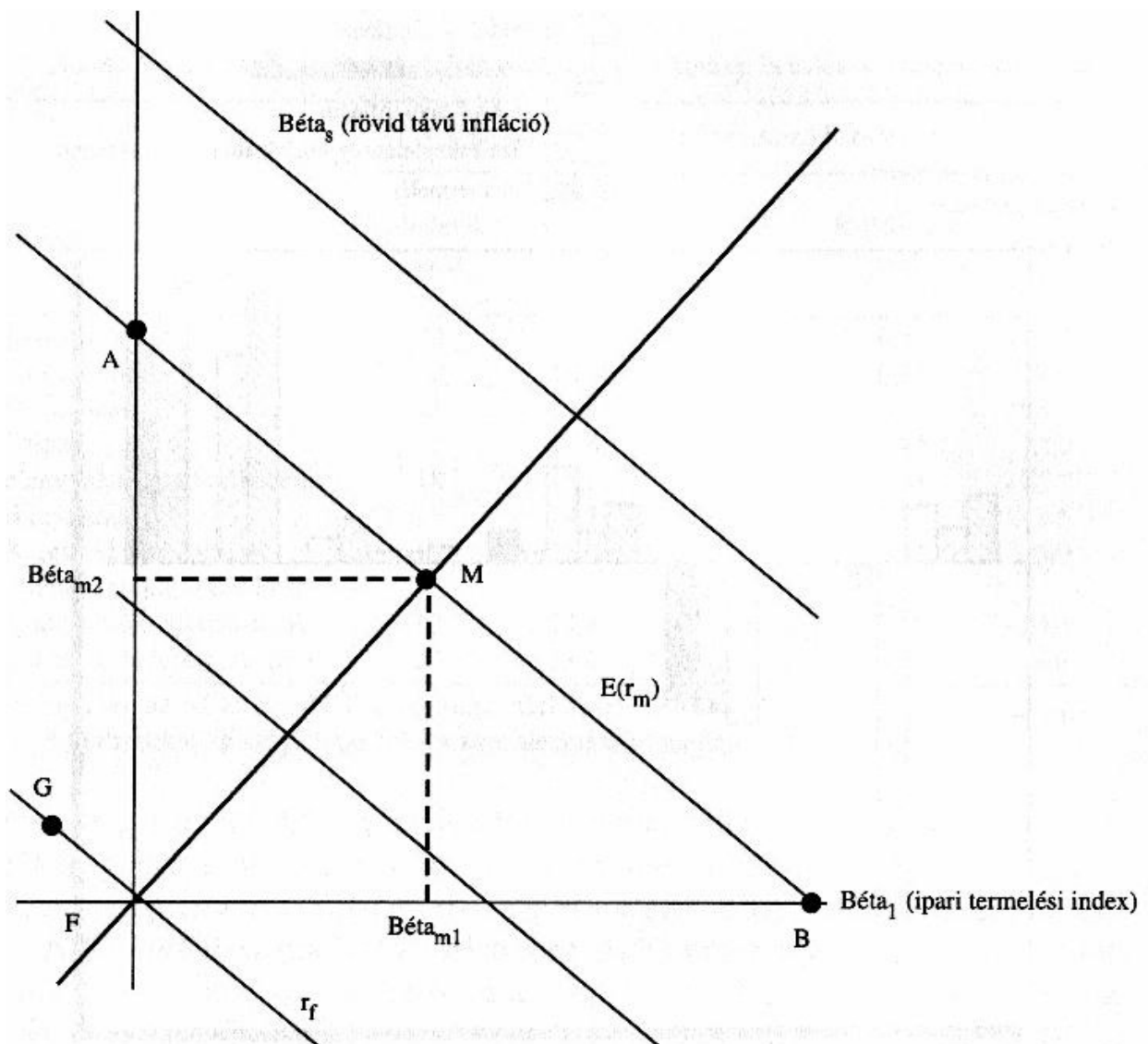
1. sz. ábra

A tőkeköltség elemeinek a meghatározása nem egyszerű, sőt nem is egyértelmű dolog. A tőkepiac fejlettsége lényegesen befolyásolja az egyes elemek számításának, becslésének módjait, ezért nem is lehet teljesen pontosan megadni egy számítási módot.

Az r_f megközelítő értékét származtatjuk a kincstári váltók vagy az államkötvények hozamából, a piaci kockázati prémium a valószínűség számításán alapuló variancia és

kovariancia számításokon alapszik A β becslése a legkritikusabb pontja a modell felvetésének, a legegyszerűbb az ún. β könyv alkalmazása, amennyiben létezik ilyen könyv. Magyarország még nem rendelkezik olyan fejlett tőkepiaccal, mint Amerika, ahol a β használata mindennapi. Megközelítése könnyebb, amennyiben a vállalat a tőzsdén van, ha pedig nem, akkor iparági adatokból becsülendő.

A másik tőkeköltség meghatározás modell az arbitrált árfolyamok modellje. / APM/



2. sz. ábra

Az APM modell elmélete nem azt kérdezi, mely portfóliók tekinthetők hatékonyak, hanem azt feltételezi, hogy a hozam részben makroökonómiai változóktól, vagyis faktoroktól függ, részben pedig az ún. "zajoktól", azaz olyan eseményektől, amelyek csak az adott vállalkozásra vannak hatással.

Az APM modell alapvető eltérése a CAMP modelltől tehát abban áll, hogy a specifikus vállalati kockázatot nem egybe sűríti, hanem az érzékenységi faktorokat több részre osztja.

Ezek a következők:

- ipari termelési index, mely megmutatja, hogy a fizikai kibocsátás alapján mennyire működik a gazdaság
- a rövid lejáratú reálkamatláb, a kincstári váltók hozama és a fogyasztói árindex különbségeként mérve
- a rövid távú infláció
- a hosszú távú infláció
- a fizetésképtelenség kockázata

A tőkeköltség definiálása

$$k_s = r_f + [E(F_1) - r_f] * \beta_1 + [E(F_2) - r_f] * \beta_2 + \dots + [E(F_k) - r_f] * \beta_k$$

$E(F_k)$ = egy portfólió hozama, amely függ a k-ik faktortól, a többitől pedig független

A modell ábrája, ahol az abcissza tengelyen a rövid távú infláció szerepel, az ordináta tengelyen az ipari termelési index, amely választ ad arra is, hogy melyik kockázat a releváns. Az átlós vonalak azonos hozamot jelentenek különböző β -k, tehát különböző kockázati tényezők relevanciája mellett.

VII. 2.3. A MARADVÁNYÉRTÉK BECSLÉSE

A vállalatértékelés folyamatának utolsó előtti lépése a maradványérték meghatározása. A maradványértéken az előrejelzési időszak, ahol a cash flow becslés történik utáni végtelen időtáv hozamlehetőségeinek jelenértékét értjük.

Számítására többféle módszer adódik, de mindegyik a növekvő tagú örökjáradék számításán alapszik: az időt végtelennek, a vállalatot pedig növekedésben lévőnek feltételezve.

A pénzáramláson alapuló módszer szerint az alábbi képletekkel számíthatók:

A konvergencia-elmélet szerint hosszútávon a hozam a tőke költséghez tart. /ROIC=WACC/

$$\frac{\text{szabad cash flow}}{\text{WACC}}$$

A konvergenciaelmélet szerinti maradványérték számítás nem tartalmazza a „g” növekedési tényezőt. Ez nem azt jelenti, hogy nem növekszik a vállalat, hanem a befektetett tőke hozamának azonossága a tőke költséggel eredményezi, hogy nem képződik érték.

Az agresszív számítási mód számol a vállalati növekedéssel és az értékteremtés folyamatával.

$$\frac{\text{szabad cash flow}}{\text{WACC} - g}$$

$$\frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC} - g}$$

VII. 3. A VÁLLALAT ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

Az utolsó lépés a végeredmény kiszámítása, a vállalat értékének meghatározása. Az érték a vállalat üzleti tevékenységéből származtatott cash flow-k és a maradványértéknek a becsült tőke költséggel diszkontált összegével egyenlő.

A tőkeköltség becslés a vállalat remélt növekedési ütemének és a múltban számított tőkeköltségének egybevetésével alakítható ki.

A végeredmény tudatában vissza kell nézni: az értékteremtő tényezők prognosztizált adatai, a vállalat előre jelzett hozamai, a növekedési kilátások, az iparági előrejelzések, az adott, kialakult végeredményt vetítették-e előre. Jól működött-e a kockázatok számbavétele, a mikro és makro viszonyok ugyanezt feltételezték-e. Amennyiben a fenti kérdésekre igennel lehet válaszolni, akkor leszögezhető, hogy a módszerek kiválasztása, az előrejelzés hossza és hozamok megközelítése helyesen történt, az egész vállalatértékelés óriási méretű elméletének szelektálása és számítása eredményesen történt.

VIII. A FALCO KFT ÉRTÉKELÉSE

A vállalat értékeléséhez az elemzési módszerek közül az előző fejezetben részletesen ismertetett modell került alkalmazásra.

A FALCO Kft. a magyar irodabútor piacon jelentős szerepet játszik, piaci részesedése 20-25%. A versenytársakkal összevetve az árbevételük alapján is az élvonalhoz tartozik.. Bár az árbevétel nem egy megbízható mutató, ha teljesen a valóságnak megfelelő sorrendet és a piaci részesedés nagyságát nem is tudjuk kiolvasni az adatokból, egy vállalatnak a piacon elfoglalt helyét valamiképpen jelzi.

Az adatokból nyert nem teljes körű információk alapján elmondható, hogy a FALCO Kft. jól működő vállalat, az irodapiacon akkora részesedést tudhat magának, amellyel számolni kell.

A vállalat értékelés első lépcsőjeként meghatározandó cash-flow elemzéshez az 1997, 1998, 1999, 2000, és 2001-es évek lettek kiválasztva. A mérleg-és eredmény kimutatás, valamint a könyvvizsgálói jelentések szolgáltattak alapot a vállalat értékeléséhez

A cash-flow előrejelzésére öt évet vett figyelembe a szerző, a többi, véglegtelennek vehető év a maradványszámításban játszik szerepet. Bár a szakirodalom előírásai legalább tíz év cash előrejelzését javasol, esetünkben azonban az EU-ba való lépésünk némiképp felborítja az elméleti előírást.

Napjainkban hasonló folyamatoknak lehetünk tanúi, mint amelyek az államalapítás idején történtek, amikor Géza fejedelem és Szent István királyunk ráérezve az akkori történelmi lehetőségekre, letette voksát a Nyugat mellett, tudván, hogy megmaradásunk egyetlen útja a római egyházzal való kapcsolódás révén a feudális állam kiépítése. Az EU-hoz való csatlakozás ugyanúgy sorsdöntő életünkben, mint az 1000 év előtti csatlakozás, lehetőséget jelent, amellyel élni kell, bár minden következménye ma még nem prognosztizálható.

Ezért problémás ebben az időben hosszabb előrejelzendő időszak kiválasztása, mert a csatlakozás olyan pillanat, amelynek gazdasági életünkre gyakorolt hatása nehezen prognosztizálható, bármilyen elméleti előírás megkérdőjelezhető.

VIII 1. A FALCO KFT MÚLTJÁNAK ISMERTETÉSE

A cég elődjét a Faforgács Feldolgozó Szövetkezeti Vállalatot / FORFA / a Szövetkezetek Országos Szövetsége / SZÖVOSZ / alapította Igazgatóságának 14/8 / 1956. sz. határozatalával Magyarországon először üzemi szintű forgácslapgyártás, valamint forgácslapból üzletberendezések készítése céllal. A gyártás alapanyagát a Soproni Épületesztalosi Vállalatnál keletkező fenyő faforgácsból biztosították. /Tóth 2001 /

1958 szeptemberében készült el az első kísérleti forgácslap, majd novemberben ebből a forgácslapból az üzletberendezések prototípusa. Az üzem induló létszáma 47 fő volt. Mivel a hazai bútorgyártók a forgácslapot még nem ismerték, saját feldolgozásra kellett berendezkednie. 1959. év végén megkezdődik a natúr forgácslap irodabútorok gyártása. 1960-ban a forgácslapüzem termelése elérte a tervezett 2000m/év kapacitást. Beindul az irodabútorok szériaszerű gyártása. Az árbevétel ebben az évben elérte a 14.6 millió forintot. 1962-ben megteremtődtek a furnérozott irodabútor gyártásának feltételei.

A vállalat kezdettől fogva úttörő szerepet vállalt és folytat a forgácslemezek előállításában, a könnyűszerkezetes épületek, valamint az irodabútorok gyártásában.

1963-ban a cég állami tulajdonba kerül, felügyeleti szerve az Országos Erdészeti Főigazgatóság lesz. 1964-ben jelentős rekonstrukcióra kerül sor a forgácslapüzemben, a termelés 40 -%kal megnő. Új profilként megkezdődik a lakásbútorok gyártása.

1967-ben a vállalatnál már háromféle terméket gyártanak és értékesítenek: forgácslapokat, iroda- és lakásbútorokat, valamint épületelemeket hétvégi házakhoz és kommunális épületekhez. A légsodrásos terítés alkalmazása a forgácslemezek gyártásában jelentősen javította a termékek minőségét. 1969-ben saját épületszerkezetekből építenek irodaházat.

1974-ben a soproni Faforgácslapgyártó Vállalat ismertebb nevén a FORFA-t a szombathelyi székhelyű Nyugat. Magyarországi Fagazdasági / a későbbi Falco / Fakombináthoz került. Az irodabútor-gyártás alapanyaga 1976-tól döntően a laminált forgácslemez, mellyel megteremtődtek a tömeggyártás feltételei, egyben befejeződött a furnéros technológia a gyártásban. Új lapmegmunkáló gépeket helyeznek üzembe. 1978-tól alkalmazzák a szombathelyi cementforgácslapokat az épületszerkezetek gyártásában, mellyel jelentős mértékben javul a minőség. 1979-ben a Vasvári Bútorüzem a gyár irányítása alá kerül és ezzel megkétszereződik a bútorgyártó kapacitás. A forgácslapüzemben 1982-ben bekövetkezett porrobbanás után a vállalat vezetése az üzem bezárása mellett döntött. 1986-ban

világbanki keretből közel 100 millió forint értékű beruházással korszerű épületelem-gyártást honosítanak meg Megkésztvezetődik a családi házak gyártási kapacitása.

1982 januárjától a gyár 100%-os FALCO Fakombinát tulajdonú kft.-ként működik tovább. Megkezdődött a privatizáció előkészítése. Ennek első lépéseként az épületelem-üzem kerül osztrák tulajdonba. 1994-ben a gyár a legnagyobb német iroda-bútorgyártó csoport, a Schaerf AG 100%-os tulajdonába kerül. Még ez évben a külföldi tulajdonos több, mint 4 millió DM értékű beruházással stabilizálja a vállalat piaci helyzetét és vezető pozícióját. 1995-ben a holland Samas csoport lett a Schaerf AG többségi tulajdonosa, így létrejött Európa legnagyobb iroda-bútorgyártó csoportja. A soproni vállalat értékesítése 1994 és 2000 között jelentős mértékben nőtt: 1994-ben 550 millió Ft, 2000-ben 1.6 milliárd Ft.

1994 és 2000 között a vállalat folyamatos technológiai és gyártmányfejlesztést hajtott végre. A jelenlegi termékpaletta 15 bútorcsaládot és paravánrendszert foglal magában. A cég jelenlegi létszáma 128 fő. 1997-ben a vállalat SITAG Hungária Kft. néven székgyártó, összeszerelő társaságot alapított. 1998-ban megszerezte az ISO 9001 minőségi tanúsítványt.

A vállalat kiemelt referenciái között említhetők: a Matáv, a Pázmány Péter Katolikus Egyetem, a Ferihegy 2B terminál, bankok, biztosítók. Az irodabútor export elsősorban osztrák, román, szlovák piacra irányul.

VIII. 2. A FALCO KFT ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

A vállalat értékelés két részre osztható: egyrészt elemzésre kell, hogy kerüljön a vállalat közelmúltjában lejátszódott reál és pénzfolyamatok, másrészt pedig szükséges a vállalat jövőbeni teljesítményének előrejelzése / Losonczy-Magyar 1993 /

VIII. 2.1. A VÁLLALAT MÚLTJÁNAK ELEMZÉSE

A bútorigipari teljesítmény 90-es évek elejének mélyrepülése után az évtized közepétől induló fejlődési trend a vállalat életében is lejátszódott.

A cég jó eredményéhez az 1998-2000 években a közbeszerzési pályázatokon való sikeres szereplés, a végrehajtott beruházások, pl. a 2001.évben az új integrálási rendszer kiépítése, hosszú távú eladósodottság csökkenése nagymértékben hozzájárult. / Lett 1997 /

VIII.2.1.1. AZ EBIT ÉS NOPLAT MEGHATÁROZÁSA

A trend megfigyelhető a működési cash flow számításánál, a számítás részeredményeit jelentő mutatóknál. A mutatók kiszámítása az eredmény-kimutatásból indul. A vállalat összköltség eljárással számolt eredmény-kimutatása nem alkalmas a működési cash flow számításához, mivel az értékesítés közvetlen és közvetett költségei, amelyek a későbbi számításoknál szükségeltetnek, nincsenek külön bontva. Ezért szükséges volt az eredmény kimutatás forgalmi költség eljárással készültre átírni.

Az 1. számú melléklet az anyagköltség és az igénybevett anyagjellegű szolgáltatások, a 2/a és 2/b számú melléklet a bér és járulékok és az amortizáció megoszlását tartalmazza. A 3. számú melléklet a forgalmi költség eljárással készült eredmény-kimutatást tartalmazza.

A szigorúan vett működési tevékenység, az üzemi tevékenység eredménye, az EBIT és a NOPLAT számítása a nettó árbevételből történik. A 1. számú táblázat tartalmazza a mutatók számítását. A táblázatból kitűnik, a vizsgált időszak nettó árbevétele, az adózás előtti működési profit, az EBIT és az adózott alakja, a NOPLAT hullámzó, de végeredményben növekvő trendet követ.

NOPLAT SZÁMÍTÁSA (e Ft)					
	1997	1998	1999	2000	2001
NETTÓ ÁRBEVÉTEL	930930	1428902	1294758	1605665	1722359
ÉRTÉKESÍTETT TERMÉK KÖZVETLEN KÖLTSÉGE	664965,7	1065731,5	963661,2	1232377,6	1211750,6
ÉRTÉKESÍTETT TERMÉK KÖZVETETT KTG.	141359,3	199485,6	204278,8	228733,4	297862,4
EBIT	124605	163684,9	126818	144554	212746
EBIT UTÁN ADÓ	23214	37746	20874	29344	36614
NOPLAT	101391	125939	105944	115210	176132

1. számú táblázat

NOPLAT számítás helyességének igazolására a nettó korrigált nyereség és a kapott és fizetett adózott kamatok felhasználásával szintén eljutunk a NOPLAT kiszámításához.

ÖSSZEEGYEZTETÉS A NETTÓ NYERESÉGGEL (e Ft)					
NETTÓ NYERESÉG	79728	103158	94840	90882	167741
KORRIGÁLT NETTÓ NY.	79728	103158	94840	90882	167741
ADÓZOTT FIZETETT KAMATOK	6755	5928	4124	4908	2318
A BEFEKTETŐK SZÁMÁRA RENDELKEZÉSRE ÁLLÓ NYERESÉG	86483	109086	98964	95790	170059
ADÓZOTT KAPOTT KAMATOK	3240	2411	1729	1431	531
ADÓZOTT NEM A MŰKÖDÉSHEZ KAPCS. TÉTELEK	18150	19263	8703	20855	6595
NOPLAT	101393	125938	105938	115215	176124

2. számú táblázat

Az adózott eredményt, a NOPLAT-ot a vállalat értékének számolása során a szigorúan vett üzemi, működési eredménynek tekinti a szerző, és ezzel történt a cash flow továbbszámítása.

Nem lehet azonban teljesen egyértelműnek venni, mit tartunk működéshez hozzátartozónak, ezért találkozunk a szakirodalomban eltérő véleményekkel. /Katits 2002/ Az eredménykimutatás üzemi eredménye ajánlott elfogadásra, mivel a magyar számvitelben ez az eredmény felel meg leginkább a működési eredménynek. Az üzemi eredményből az egyéb

bevétel és az egyéb ráfordítás, mint korrekciós tényező segítségével számolható az EBIT mutató, ami a korrigált üzemi eredménnyel egyenlő.

Az egyéb bevételek között kell elszámolni az immateriális javak, tárgyi eszközök értékesítéséből származó bevételeket, az árfolyamnyereséget, a káreseményekkel kapcsolatos bevételeket, a kapott különböző bírságok, kötbérek, kártérítések összegét. Az egyéb ráfordítás az egyéb bevételekre eső kiadásokat tartalmazzák.

Ezeknek az összegeknek a működéshez tartozása azonban vitatható. A ténylegesen, szorosan vett termelési folyamathoz a szerző szerint nem tartoznak, az EBIT meghatározásánál ezért nem kerültek beszámításra.

VIII.2.1.2. A CASH FLOW ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

A cash flow számítás következő lépése a befektetett tőke kiszámítása. Kiindulásként a mérleg eszköz oldalát kell venni és ezt az összeget kell csökkenteni a rövid lejáratú kötelezettségekkel. Ezzel a forgóeszköz forgótőkévé alakul, amit működő tőkének nevezünk. A kiindulási összeg még csökkentendő a passzív időbeli elhatárolással és a céltartalék összegével. Rövid lejáratú kötelezettségként kell kimutatni az egy évet meg nem haladó kötelezettségeket. A befektetés fogalmához hozzátartozik, hogy több éven keresztül játszik szerepet a vállalat életében, ezért a kötelezettségek közül a hosszú lejáratúakat értelmezhetjük befektetésként. A passzív időbeli elhatárolás és a céltartalékképzés számviteli „játék” befolyt és be nem folyt összegek és a könyvelés időpontja között, nem felelnek meg a befektetések fogalmi kritériumának.

A tárgyi eszközök számolásánál a mérlegben szereplő értékek csökkentendők a nem a működéshez szükséges tételek értékével.

A szerző az immateriális javak, szoftvertermékek, iroda-, jóléti-, és egyéb épületek értékeit stb. nem a működéshez szükséges tételek közé sorolja. Részletes kifejtés a 4. számú mellékletben.

	1997	1998	1999	2000	2001
A MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ FORGÓESZKÖZ	385774	502905	522197	478074	812010
KAMATFIZETÉSSEL NEM JÁRÓ RÖVID LEJÁRATÚ FORRÁSOK	175285	242603	387563	205832	629988
MŰKÖDŐ TŐKE	210489	260302	134634	272242	182022
NETTÓ TÁRGYI ESZKÖZ I.	98299	133492	184872	195370	219068
II.	75690	101700	152583	156259	172476
EGYÉB MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ ESZKÖZÖK EGYÉB FORRÁSOKKAL CSÖKKENTETT ÖSSZEGE					
IMMATERIÁLIS JAVAK	6102	4853	11799	10716	18793
AKTÍV IDŐBELI ELHATÁROLÓDÁS	969	7113	14357	12244	13175
PASSZÍV IDŐBELI ELHATÁROLÓDÁS	3545	8470	7003	12056	18534
CÉLTARTALÉK	12991	21734	16097	21032	794
A MŰKÖDÉSBE I.	299323	375556	322562	478516	413729
BEFEKTETETT TŐKE II.	276714	343764	290273	439405	367137
A MŰKÖDÉSHEZ NEM SZÜKSÉGES PIACKÉPES ÉRTÉKPAPÍROK	-	-	-	-	-
GOODWILL	-	-	-	-	-
A MŰKÖDÉSHEZ NEM KAPCSOLÓDÓ BEFEKTETÉSEK BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	11000	11000	32000	32000	32000
BEFEKTETŐI					
FORRÁSOK I.	310323	386556	354562	510516	445730
ÖSSZESEN II.	288124	354764	322273	471405	399138

3. számú táblázat

A 3. sz táblázatból látható, hogy a vállalat nem rendelkezik működéshez nem szükséges piacképes értékpapírokkal és goodwill sem szerepel könyvvezetésében.

Ez felvet egy érdekes problémát. A goodwill a vállalat jó hírnevéhez kötődő fogalom. A vállalati érték számításához szükséges a goodwill ismeret, viszont a goodwill a vállalat piaci és könyv szerinti értékének a különbözete. Ez a körkörösség feloldhatatlan, ezért a piaci érték meghatározásához más utat kell választani.

A befektetői források másik megközelítési oldala a mérleg szerinti saját tőke és hosszúlejáratú kötelezettségeinek figyelembevétele.

e Ft

	1997	1998	1999	2000	2001
SAJÁT TŐKE	200292	253450	253450	344332	344319
HALASZTOTT ADÓK	-	-	-	-	-
KORRIGÁLT SAJÁT TŐKE	200292	253450	253450	344332	344319
KAMATKÖTELES ADÓSSÁG (HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖTEL.)	110031	133106	101112	166184	101411
BEFEKTETŐI FORRÁSOK					
ÖSSZESEN	310323	386556	354562	510516	445730

4. számú táblázat

Látható, hogy a befektetések összege emelkedő trendet mutat, kimagasló a 2000. év, de az utána következő is magas. Ez mindenképpen a vállalat stabilitását, sőt lassú növekedési ütemét jelzi.

A vállaltértékelés következő lépése a cash-flow számítás.

A többféle cash flow- fogalom közül a bruttó cash flow képezi első lépésként a vizsgálat tárgyát. Az 5. számú táblázatból látható, hogy a NOPLAT és az amortizáció összegzése eredményezi a bruttó cash flow-t. Bár ez a mutató nem játszik szerepet a végeredmény kiszámításánál, elemzése mégis érdekes.

BRUTTÓ CASH FLOW MEGHATÁROZÁSA (e Ft)					
MEGNEVEZÉS	1997	1998	1999	2000	2001
NOPLAT	101391	125939	105944	115210	176132
AMORTIZÁCIÓ	15879	16489	19707	24638	37368
BRUTTÓ CASH FLOW	117270	142428	125651	139848	213500

5. számú táblázat

A bruttó cash flow a vállalat által termelt összes cash flow- nak felel meg. Ez az az összeg, ami a vállalatba a fenntartás és a növekedés érdekében újra befektethető. Ez egy maximum, amely csak mint elmélet lép fel, abban az esetben, amikor semminemű költség és ráfordítással nem kell számolni, mintha a teljes eredményt vissza lehetne forgatni a vállalatba.

Az amortizáció ebben az esetben egy hozzáadandó összeg, értelmezése eltér a számvitelbeli felfogástól.

A számvitelben az amortizáció, mint költség jelenik meg, vállalatelemzésben pedig mint implicit költség szerepel. Mindenhol költség, levonandó összeg, melynek rendeltetése az értékvesztés kompenzálása.

Makroszintű elemzésnél, egy nemzetgazdaság összteljesítményét vizsgálva, a jövedelemmutatók között szerepel. Jövedelemként értelmezendő, mert értéke ténylegesen megtermelődött, hozzátartozik az aggregált kibocsátáshoz.

Levetítve ugyanezt a vállalatra, függetlenül könyvviteli elszámolhatóságától, egy megtermelt érték, ezért a működési eredmény, a NOPLAT számításánál hozzáadandó tételként kell szerepeltetni

A befektetői források változásaiból számított pénzáramlások eredményezik a nettó befektetés változását.

A cash flow számítás menetét tartalmazza a 6. számú táblázat.

SZABAD CASH FLOW SZÁMÍTÁSA (e Ft)					
		1998	1999	2000	2001
<u>MŰKÖDŐ TŐKE NÖVEKMÉNYE</u>		49813	(125668)	158640	(111252)
BEFEKTETETT ESZKÖZÖKBE ESZKÖZÖLT TŐKE KIADÁSOK		35193	51380	10498	23698
NETTÓ TÁRGYI ESZKÖZ VÁLTOZÁS	I.	35193	51380	10498	23698
	II.	26010	50883	3676	16217
AMORTIZÁCIÓ		16489	19707	24638	37368
EGYÉB ESZKÖZÖK EGYÉB FORRÁSOKKAL CSÖKKENTETT ÁLLOMÁNYÁNAK NÖVEKMÉNYE		(8773)	21194	(13184)	22767
BRUTTÓ BEFEKTETÉS	I.	92722	(33287)	180592	(27419)
	II.	83539	(33784)	173770	(34900)
A MŰKÖDÉSBE BEFEKTETETT TŐKE VÁLTOZÁSA					
AMORTIZÁCIÓ		16489	19707	24638	37368
NETTÓ BEFEKTETÉS	I.	76233	(52944)	155954	(64787)
	II.	67050	(53491)	146132	(72268)

6. számú táblázat

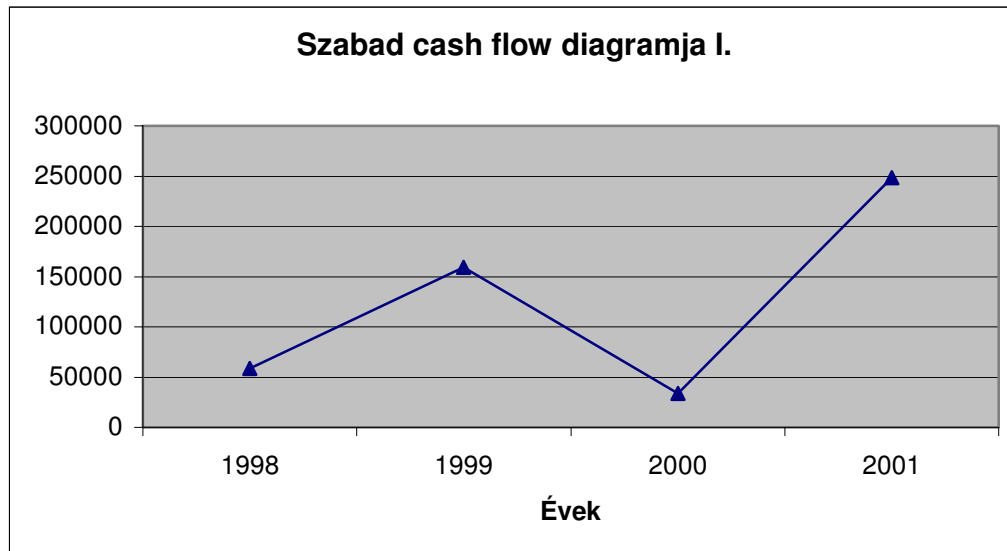
A befektetői források változásaiból számított pénzáramlások eredményezik a nettó befektetés változást.

e Ft

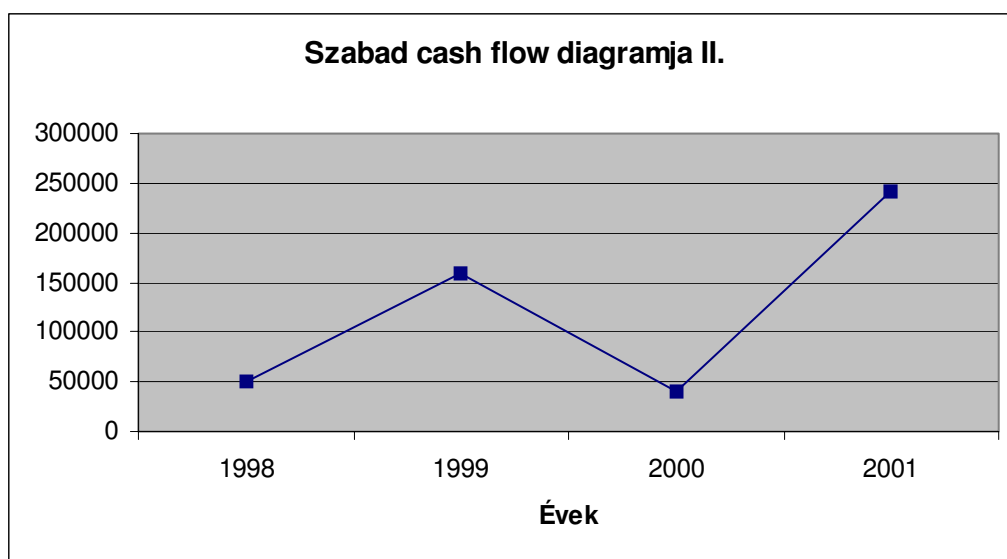
	1998	1999	2000	2001
NOPLAT	125939	105944	115210	176132
NETTÓ BEFEKTETÉS	76233	52944	155954	72268
II. SZABAD CASH FLOW	49706	158888	40744	240919
NOPLAT	125939	105944	115210	176132
NETTÓ BEFEKTETÉS	67050	53491	149132	72268
I. SZABAD CASH FLOW	58889	159439	33922	248400

7. számú táblázat

A II. számú cash-flow nem tartalmazza a nem a működéshez szükséges tárgyi eszközök értékét, /4. sz. melléklet / míg az I. számú cash-flow kimutatásban ezek a tételek szerepelnek. A táblázatból és a diagramból is látható, hogy az eltérés csekély.



1. sz. diagramm



2. sz. diagramm

A cash-flow alakulása választ ad az adott évben lejátszódott eseményeknek.

Az 1999-es év legfontosabb eseményei között kell nyilvántartani a pénzáramlást jelentő 64 M Ft visszavezetését, mint befejezetlen beruházást, 21 M Ft befektetést a SITAG Kft-be, a követelések és lejárt követelések csökkenését és 95 M Ft osztalék kifizetést.

Összességében ez az esztendő cash szempontjából megfelelő volt, bár kiugrónak azért nem nevezhető.

A 2000. év mély repülésének okaként a végrehajtott beruházások sorozatát kell említeni. Integrált vállalatirányítási rendszer és porszórási kiépítésére, lapmegmunkáló kapacitás bővítésére, irodai munkahelyek felújítására, épületek állagmegóvására került sor, melyek eredményezték egyrészt az alacsony működési cash flow létrejöttét. A negatív összeg kialakulásához hozzájárult a SITAG HUNGÁRIA Kft.-be történő 32 Mft befektetés is. A követelések 20 Mft-os növekedése, a vevőállományból kiegyenlítettlen 84 Mft szintén a kedvezőtlen cash flow-ba számítható tételek.

A 2001. év kiugróan jó, magas cash flow-jának oka a hosszú távú kötelezettségek nagymértékű csökkenése.

Összegezve a cash kimutatásból a vállalatról alkotott képet, akkor elmondhatjuk, hogy a pénzáramlás szempontjából kedvező a vállalat helyzete. Ez az egy mutató azonban még nem ad teljesen átfogó képet, nem jelez semmit a hatékonyságról, likviditásról, az üzemméret megfelelő voltáról. A múlt teljes feltárásához további elemzés szükséges, hogy a jövőbeni teljesítmény előrejelzését biztonságosan tudjuk elvégezni.

VIII. 2.1.3. A GAZDASÁGI PROFIT KISZÁMÍTÁSA

A múltbeli elemzés következő mutatója a gazdasági profit, amelynek jelentősége abból ered, hogy a méret és a hatékonyság hatását egyetlen számban rögzíti. A vállalatok túlnyomórészt gyakran vagy kizárólag a méretre, a növekedésre koncentrálnak.

A nyereséghez, a méret, túl alacsony hatékonyság mellett értéket rombolhat. Ezzel ellentétben alacsony tőkeállomány mellett elért magas hatékonyság kihagyott lehetőségekre utalhat.

A gazdasági profit számolása az alábbi képlettel történik:

$$\text{GAZDASÁGI PROFIT} = \text{BEFEKTETETT TŐKE} * (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

A meghatározás két lépcsőből áll, először számítani kell a ROIC mutatót és fát, majd a tőkeköltség kiszámítására kerül sor.

A ROIC számítása a következő:

$$\text{Befektetett tőkével arányos hozam (ROIC)} = \text{NOPLAT} / \text{Befektetett tőke}$$

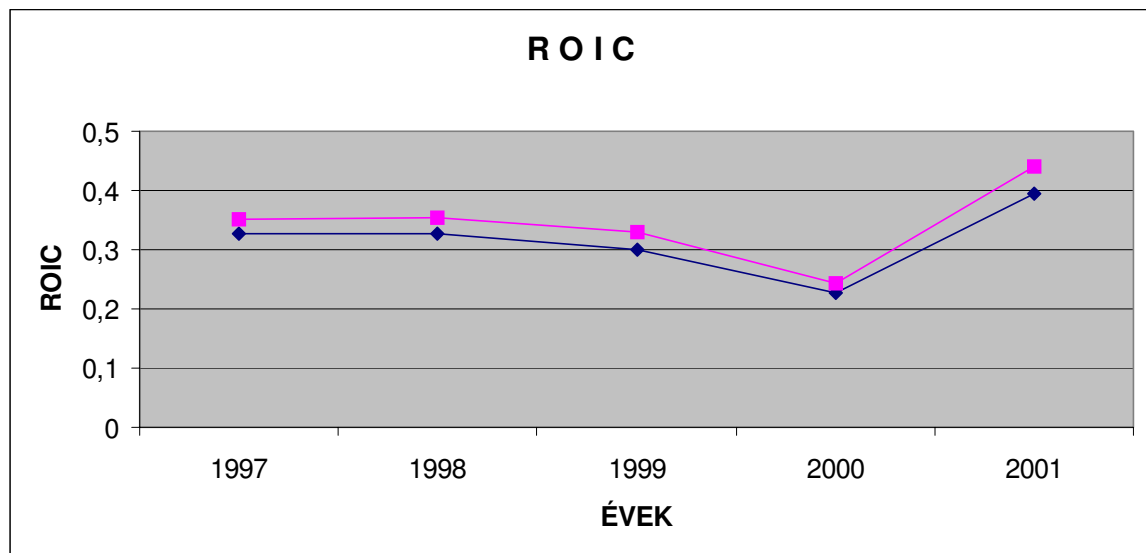
Számítását és lefutását a 8. számú táblázat és a 3. sz. diagramm mutatja:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{BEFEKTETETT TŐKE}}$$

		1997	1998	1999	2000	2001
ROIC	i.	0,33	0,33	0,3	0,23	0,40
	ii.	0,35	0,36	0,32	0,24	0,44

8. számú táblázat

Részletes számítás az 5. sz. mellékletben.



3. sz. diagramm

A ROIC jelentése egységnyi befektetett tőkére jutó működési eredmény nagysága. Mint mutató, azért jobb analitikai eszköz a hozam egyéb mérőszámánál a vállalat hatékonyságának elemzésére, mert a vállalat tényleges működési hatékonyságát jelenti. Láthatjuk, hogy a cash

elemzésben is kimutatható befektetések meghozták eredményüket és a 2001. év hatékonyság szempontjából kiemelkedő.

A ROIC fa megmutatja, milyen összetevőkre bontható a működési hatékonyság.

ROIC SZÁMÍTÁS

EBIT / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
13,39 %	11,46 %	9,79 %	9,0 %	12,35 %

ADÓZÁS ELŐTTI ROIC				
1997	1998	1999	2000	2001
43,25%	46,18%	39,36%	30,6%	53,35%

ADÓZÁS UTÁNI ROIC				
1997	1998	1999	2000	2001
35,19%	35,98%	32,90%	24,40%	44,20%

ÁRBEVÉTEL / BEFEKTETETT TŐKE				
1997	1998	1999	2000	2001
3,23	4,03	4,02	3,40	4,32

KÉSZPÉNZES ADÓFIZETÉSI RÁTA AZ EBIT UTÁN				
1997	1998	1999	2000	2001
18,63%	23,06%	16,46%	20,30%	17,21%

9. számú táblázat

Részletes számítás a 6. sz. mellékletben található.

Az adózás utáni ROIC az 1999 és 2000. évben érte el legalacsonyabb értéket.

Ez az összefüggés mindkét évre a működési hatékonyság relatív alacsony voltával igazolható, bár az árbevétel 1999. évben meglehetősen alacsony volt.

Az árbevétel/befektetett tőke hányados, a tőkeforgás mutató, a vállalat befektetett tőkéjének hatékonyságára utal, az egységnyi befektetett tőkére eső árbevételt jelenti, melyek szintén az 1999. és 2000. évben érte el a legalacsonyabb szintet.

A 9. számú táblázatból kiolvasható, hogy mindkét mutató esetében a 2001. évben ugrásszerű javulás állt be, tehát az előző két év kedvezőtlenebb eredménye nem bizonyult tartós trendnek.

A ROIC fa továbbbontása a következő a 10. számú táblázatban található.

ÉRTÉKESÍTETT TERMÉKEK KÖZVETLEN KTG / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
71,43 %	75,58 %	74,43 %	76,75 %	70,35 %
AMORTIZÁCIÓ / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
0,64 %	0,45 %	0,54 %	0,61 %	0,01 %
ÉRTÉKESÍTÉS ÁLT. ÉS ADMIN.KTG./ÁRBEV.				
1997	1998	1999	2000	2001
15,18 %	13,96 %	15,77 %	14,25 %	9,49 %
AZ ALAPTEVÉKENYSÉGHEZ KAPCSOLÓDÓ MŰKÖDŐ TŐKE/ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
22,23 %	17,62 %	9,58 %	17,51 %	9,49 %
TÁRGYI ESZKÖZÖK NETTÓ ÉRTÉKE/ÁRBEV.				
1997	1998	1999	2000	2001
8,1 %	7,1 %	11,78 %	9,73 %	10,01 %
EGYÉB ESZKÖZÖK / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
0,1 %	0,25 %	2,34 %	1,45 %	2,58 %

10. számú táblázat

Részletes számítás a 7. sz. mellékletben található.

Az árbevételre eső költségek közül legmagasabb %-ban a közvetlen költségek jelentkeznek, ami az adminisztrációs költségek alacsony voltára utal, s ez a vállalati költség megoszlás tekintetében kedvező.

Az egységnyi árbevételre eső eszközök hatékonyság vizsgálata szerint a működő tőke hatékonyság megelőzi a tárgyi eszköz és egyéb eszköz hatékonyságát, ami a vállalat termelése szempontjából megfelelő.

A gazdasági profit meghatározás másik kritikus eleme a tőkeköltség kiszámítása.

A tőkeköltség a befektetések elvárható hozama, a minimum, amit a hitelezők elvárnak pénzükről való időleges lemondásért.

A tőkeköltség számítás elméleti kifejtésénél két modellel találkoztunk, a tőkepiaci árfolyamok modellje / CAMP / és az arbitrált árfolyamok modellje /APM/). Mindkettő a vállalat specifikus kockázata / bétája / és a piaci kockázati prémium meghatározásán alapul. Mindkét modellel való számolás fejlett tőkepiacot feltételez, ahol a kockázati tényezők könnyebben becsülhetők.

A fejlett tőkepiacú Amerikában a modellek alkalmazásának helyes voltát számos kutatás is szignifikáns /Bakos 1976/ eredményekkel támasztotta alá. Ugyanakkor kétségtelen, hogy az amerikai tőkepiaci formák mellett a modellek nem vagy igen kevésbé alkalmazhatók.

A vállalati specifikus kockázat, a béta becslése nehezen közelíthető meg. / D.R. Harrington 1995/

Fejlett tőkepiacról nem beszélhetünk, hagyománya, múltja sincs Magyarországon a kockázati elemzésnek. A béta használatára még nem kiforrott a magyar tőkepiac, ezért az elemzésben nem szerepel, s ebből következik, hogy a tőkeköltség számításánál sem vehető figyelembe.

A súlyozott átlagos tőkeköltség megközelítése leegyszerűsítve az alábbi képlettel történik:

Saját tőke súlyaránya * hozam + idegen tőke súlyaránya * idegen tőke költsége

A súlyozott átlagos tőkeköltség fenti képlete figyelmen kívül hagyja a hitel és a saját tőke közötti lényeges különbséget: a kamatfizetés csökkenti az adóalapot Amennyiben a vállalat elegendő pénzáramlást termel ahhoz, hogy teljesíteni tudja az adózás utáni adósságszolgálatot, s még elegendő pénz marad, hogy a tulajdonosoknak hozamot biztosítson, akkor elvethető a kamatfizetési kötelezettséggel történő tőkeköltség számítás.

Vizsgált vállalatunk esetében biztosítva van a tulajdonosok hozama, ezért a szerző a tőkeköltség számításánál nem foglalkozott a kamatfizetéssel.

A tőkeszerkezet számításakor az alábbiakat vesszük figyelembe:

$$\frac{\text{Saját tőke}}{\text{Saját tőke} + \text{idegen tőke}}$$

A tőkeszerkezet számítása a következő:

1997	1998	1999	2000	2001
0,40	0,38	0,33	0,46	0,31

11. számú táblázat

Részletes számítás a 8. sz. mellékletben található.

Az idegentőke számítás elemei: kötelezettségek , céltartalék és passzív időbeli elhatárolás

Az idegen tőke költségének a számítása az alábbiak szerint történik: hosszúlejáratú kötelezettségek + rövid lejáratú kötelezettségek – szállítók

/ Katits 2000, Katits-Suvák 2000/3 /

A hitelfelvételi kamatláb számítása:

HITELFELVÉTELI KAMATLÁB				
1997	1998	1999	2000	2001
0,49	0,035	0,0139	0,024	0,0047

12. számú táblázat

Részletes számítás a 8. sz. mellékletben található.

A részeredmények ismertetése után a tőkeköltség számszerűsített értéke a következő:

	TŐKEKÖLTSÉG SZÁMÍTÁS
1997	0,189
1998	0,177
1999	0,133
2000	0,123
2001	0,196

13. számú táblázat

Részletes számítás a 8. sz. mellékletben található.

A szerző az eddigi számításaiban mindenhol figyelembe vette a nem a működési tételhez tartozó tárgyi eszközök értékét. Miután megbizonyosodott, hogy minden számításban az összes tárgyi eszköz és a nem a működéshez tartozó tárgyi eszközökkel való számítás során a különbség olyan kicsi, hogy úgy vélte, elhanyagolható a nem a működésbe vett tételek figyelembe vétele. A mutatók közül a továbbiakban „I”-jelzésű értékkel történik a továbbszámolás.

A GAZDASÁGI PROFIT MEGHATÁROZÁSA

(e Ft)

	1997	1998	1999	2000	2001
BEFEKTETETT TŐKE ARÁYNOS HOZAM ROIC	35,19%	35,98%	32,90%	24,40%	44,20%
WACC	18,90%	17,70%	13,30%	12,30%	19,60%
KÜLÖNBSÉG	16,29%	18,28%	19,60%	12,10%	24,60%
BEFEKTETETT TŐKEARÁNYOS HOZAM ROIC		299323 276714	375556 343764	322562 290273	478516 439405
GAZDASÁGI PROFIT		54716	73608	39030	117715

14. számú táblázat

A gazdasági profit adatait vizsgálva látható, hogy minden év pozitív nagyságának a hullámozása a szabad cash flow trendjéhez hasonló. A számszaki eltérés természetesen a két mutató szerkezeti eltéréséből ered. A cash flow- nál a befektetett tőke változások és a NOPLAT szerepel, a gazdasági profitban a befektetett tőke abszolút értéke, s viszonyulásuk is eltérő.

A gazdasági profit modell egy másik lehetséges értékelési keret. A vállalat értéke ebben az esetben a modellben a befektetett tőke összege plusz a következő években létrehozott többletérték jelenértékének megfelelő prémium, vagyis az előre jelzett gazdasági profit diszkontált értéke.

ÉRTÉK= BEFEKTETETT TŐKE + VÁRHATÓ GAZDASÁGI PROFIT

Amennyiben visszanézünk a gazdasági profit számolására, láthatjuk, hogy a befektetett tőke bizonyos százaléka, pontosan a hozam (ROIC) és tőkeköltség (WACC) különbségének megfelelő százalék a gazdasági profit. Az előzőekből következik, ha a vállalat minden időszakban pontosan a WACC-nak megfelelő hozamot érne el, akkor a várható szabad cash flow diszkontált értéke pont egyenlő lenne a vállalat befektetett tőkájével.

A számításból látható, hogy a különbség minden évben pozitív, tehát a vállalat tőkeköltsége fölötti hozamot produkált. Legkisebb különbség a 2000. évre esik, legnagyobb a felfutás, a 2001.évben.

VIII.2.1.4. A FŐ ÉRTÉKMEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK MEGHATÁROZÁSA

A megalapozott pénzügyi döntések előkészítéséhez, a befektetőknek vagy a számára tanácsot adó pénzügyi elemzőknek, a vállalat értékelőknek szüksége van a teljesítmények átfogó elemzéséhez. Ezen döntéshozatali folyamat gyakorlati megvalósítását segíti elő a pénzügyi elemzési tevékenység, azon belül is a mutatószámok elemzése.

A társaságok pénzügyi elemzése minden esetben a társaság múltbéli gazdálkodási tevékenységének a megítélése, illetve a jövőbeni várható gazdálkodási teljesítmény előrejelzése.

A nemzetközi és a hazai elemzési gyakorlatban leggyakrabban alkalmazott elemzési rendszer a pénzügyi mutatók vagy pénzügyi arányszámok értékelésén alapul. Összefoglalóan ezt az elemzési rendszert pénzügyi mutatóelemzésnek /RATIO ANALYSIS/) vagy rátaelemzésnek nevezik. Ezek a mutatószámok egyszerű arányszámok, amelyek a vállalatok pénzügyi beszámolóiban illetve a beszámolók kiegészítésében található adatokból számíthatók.

A mutatókat az elemzési szempontok szerint szokták csoportosítani. A legelterjedtebb csoportosítás szerint a mutatókat négy nagy csoportba soroljuk, amelyek a következők:

/ Martin-May 1998, Kresalek-Pucsek 2001, Bíró-Pucsek-Sztanó 2001 /

1. jövedelmezőségi
2. hatékonysági
3. tőkeáttételi
4. likviditási

Jövedelmezőségi mutatók

A jövedelmezőségi mutatók két csoportba oszthatók: az eredmény-eszköz arányos mutatókat és az árbevétel arányos jövedelmezőségi mutatókat.

JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK					
	(e Ft)				
	1997	1998	1999	2000	2001
ESZKÖZARÁNYOS NYERESÉG ROA	0,18	0,18	0,13	0,12	0,18
SAJÁT TŐKE ARÁNYOS ROE	0,43	0,45	0,38	0,30	0,49
ÁRBEVÉTEL ARÁNYOS NYERESÉG	0,086	0,072	0,073	0,057	0,096
BRUTTÓ NYERESÉGRÉS (FEDEZETI MUT.)	0,29	0,25	0,26	0,33	0,30
ÜZEMI NYERESÉGRÉS	0,11	0,099	0,095	0,076	0,12

15. számú táblázat

Részletes számítás a 9. sz. mellékletben található.

Eszközarányos nyereség (RETURN ON ASSETS) ROA

A mutató a vállalat egészének eredményességét méri. Azt mutatja, hogy a vállalat teljes eszközállománya átlagosan milyen hozamot biztosít, mekkora megtérülési ráta mellett

működtették a vállalat menedzserei. A mutató egyaránt fontos lehet a tulajdonosok és hitelezők számára, akárcsak a vállalat vezetése számára kell szerepeltetni. /Martin-May 1998/

Kiszámításához a számlálóban az adózott eredményt szerepeltetjük, ekkor figyelmen kívül hagyjuk azt a tényt, hogy a társaság adózás utáni eredménye már nem tartalmazza az eszközök által megtermelt, de a hitelezők számára biztosított kamatjövedelmet illetve ennek adókötelezettséget módosító hatását. A nevezőben az eszközök átlagos állománya szerepel, amelyre közelítésképpen az időszak eleji nyitó és az időszak végi záróállomány egyszerű számtani átlagát kell használni.

A mutató értékének értelmezése egyszerű feladat. Értékelése elsősorban a vizsgált eredmények összehasonlításán alapszik. Minél magasabb a mutató értéke, annál nagyobb hozamot ért el a társaság. A magas hozam azonban származhat alulértékelt eszközök meglétéből is.

A vizsgált évek vonatkozásában megállapítható, hogy az eszközökre jutó hozam tekintetében a vállalat teljesítménye megfelelő.

A ROA mutató kiszámítható tényezőkre való bontással is.

$$ROA = \frac{\text{ÉRTÉKESÍTÉSI ÁRBEVÉTEL}}{\text{ÖSSZES ESZKÖZ}} * \frac{\text{ADÓZOTT NYERESÉG}}{\text{ÉRTÉKESÍTÉS ÁRBEVÉTELE}}$$

	1997	1998	1999	2000	2001
ROA	0,16	0,16	0,12	0,12	0,15

16. számú táblázat

Részletes számítás a 10/a. sz. mellékletben található.

A mutató felbontható egy eszköz hatékonyságot mutató arányra és egy működési hatékonyság arányra. A felbontás eredményeképpen megállapítható, hogy működési hatékonyság, az árbevételre jutó profithányad a kedvezőtlenebb hányados.

Saját tőke- arányos nyereség (Return on equity) ROE

ROE =	ROA *	ÖSSZES ESZKÖZ		2000	2001
		ÖSSZES SAJÁT TŐKE			
	1997	1998	1999		
ROE	0,39	0,41	0,34	0,30	0,78

17. számú táblázat

Részletes számítás a 10/a. sz. mellékletben található.

A mutatók diagramja a 10/b mellékletben található.

A társaság tulajdonosai szempontjából ez a legfontosabb átfogó jövedelmezőségi mutató. Segítségével arra kapunk választ, hogy a tulajdonosok tőkéjére mekkora hozamot biztosít az egyéb gazdasági szereplők követeléseinek kielégítése után. A számlálóban a vállalat adózás utáni eredménye szerepel, amely teljes egészében a tulajdonosokat illeti. A nevezőben az átlagosan vett saját tőkét kell szerepeltetni. Értelmezése hasonló az előzőhöz. Az évek adatainak összehasonlítása által megállapítható, hogy a legmagasabb értéket 2001. évben érte el. A 2001. év a tőkeáttétel szempontjából kedvező volt, ez tükröződik a casf-flow számításnál is, így elmondható, hogy a vállalat ebben az évben alacsony pénzügyi kockázattal rendelkezett, ellentétben az előző időszakokkal.

Jövedelmezőségi mutatók

Árbevétel-arányos nyereség

Ez a mutató egészen átfogó módon vall arról, hogy a vállalat árbevételnek hány százalékát teszi ki a nyereség, azaz a cég tevékenységének egészét figyelembe véve mekkora forgalomarányos haszonnal dolgozik.

Vállalatunk esetében 2000. évben a ráta erősen lecsökkent, a vizsgálat megállapította, hogy sem az adminisztrációs és értékesítés költségei nem változtak jelentősen, így megállapítható, hogy az alaptevékenység haszonkulcsa romlott.

Fedezeti mutató

A fedezeti mutató, a bruttó nyereségrés arra keresi a választ, hogy a vállalat fedezete, a bruttó nyereség hogyan viszonya a nettó árbevételhez. Ez a mutató nem egy átfogó viszonzszám, a társaság alaptevékenységének jövedelmezőségét vizsgálja. Szintén a 2000 év a leggyengébb, majd ezt felváltja a 2001. év jó eredménye.

A fedezeti mutató és az árbevétel-arányos nyereség együttes vizsgálatával átfogóbb képet kapunk. A 2000. év legkisebb árbevétel-arányos nyeresége és legnagyobb fedezeti mutatója felveti azt a kérdést, hogy a probléma oka nem is a vállalat alaptevékenységében keresendő, hanem inkább a vállalat magas rövid lejáratú kötelezettségeiben és magas közvetlen költségeiben.

Üzemi nyereségrész

Az utolsó jövedelmezőségi mutató az üzemi nyereség árbevételhez való viszonya. Az alaptevékenység pénzhozásának tudása a 2000. év legalacsonyabb értéke után a 2001. évben ugrásszerű javulása történt.

Összességében elmondhatjuk a jövedelmezőségi mutatókról, hogy nagyságuk egy jól működő vállalatot mutat, a 2000. év gyengébb eredménye után a 2001. évre a növekedése jellemző.

HATÉKONYSÁGI MUTATÓK (FORGÁSI)

	1997	1998	1999	2000	2001
ÖSSZES ESZKÖZ FORGÁSA	1,85	2,17	1,69	2,14	1,57
KÉSZLETEK FORGÁSI SEBESSÉGE	4,89	7,6	5,84	7,22	7,39
ÁTLAGOS BESZEDÉSI IDŐ	66,86	63,65	81,55	58,29	7,25
SZÁLLÍTÓK FORGÁSI SEBESSÉGE	9,8	10,32	8,84	12,80	13,89
FORGÓTÓK E FORGÁSI SEBESSÉGE	4,91	16,07	7,50	7,52	47,25

18. számú táblázat

Részletes számítás a 11/a. sz. mellékletben található.

A mutatók diagramja a 11/b mellékletben található.

Hatékonysági mutatók

A hatékonysági mutatók a vállalat működését elemzik, de nem a jövedelemoldalról, hanem egyes eszköz vagy eszközcsoportok kihasználtságának oldaláról.

Forgási mutatók

Összes eszköz forrása

A ráta azt mutatja, hogy az eszközök értéke hányszor térül meg az árbevételben. A számláló tartalmazza a nettó árbevételt, amit viszonyítunk az eszközök értékéhez. Ez a 2000. évben érte el a legmagasabb értéket.

Készletek forgási sebessége

A készletek forgási sebessége a vállalat készletgazdálkodását legjobban jellemző mutató. Arra ad választ, hogy a vállalatnak hányszor sikerült a vizsgált időszak alatt átlagos

készletállományt értékesíteni. Mivel a készleteket önköltségen tartják nyilván, ezért az összeget kell szerepeltetni a számlálóban, a nevező pedig tartalmazza a készletek átlagos állományát.

A készletek forgási sebesség rátájának időbeli lefutása alátámasztja a fedezeti és árbevétel-arányos nyereség együttes vizsgálatánál felvetett megállapítást.

Átlagos beszédési idő

Az átlagos beszédési idő megmutatja, hogy a követeléseket, a vevőállományt mennyi idő alatt tudja pénzzé tenni a vállalat. A számlálóban szereplő átlagos vevőállományt osztjuk az átlagos napi árbevétellel. Láthatjuk, hogy az „un. „ beszédési idő az utolsó vizsgált két évben jelentősen csökkent, amiből a vállalat hitelezési politikájának javulása következtethető.

Szállítók forgási sebessége

A szállítók forgási sebessége mutató a társaság fizetési hajlandóságát, fizetési fegyelmét mutatja. A számlálóban szereplő árbevételt kell viszonyítani a szállítók átlagos állományához. Az utolsó két év magas értéke jelzi, hogy a társaság jó fizetési fegyellemmel rendelkezik.

Forgótőke forgási sebessége

A forgótőke forgási sebessége a nettó árbevétel és a nettó forgótőke átlagos arányát jelenti. A mutató azt jelzi, hogy a társaság forgótőkéje hányszor térül meg évente, hogyan működnek a vezetők. A forgótőke forgási sebessége cégünk esetében megfelelő. Amennyiben túlzottan magas lenne, akkor ez likviditási problémát jelentene, ami piaci alkalmazkodó-képtelenséget jelent. A menedzsment működés hatékonysága a rátából megállapítható, 1998. évben volt a legkedvezőtlenebb.

TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓK

	1997	1998	1999	2000	2001
SAJÁT TŐKE ARÁNY	0,40	0,38	0,33	0,46	0,31
IDEGEN - SAJÁT TŐKE ARÁNY	0,55	0,53	0,40	0,48	0,30
KAMATFEDEZETTSÉGI MUTATÓ	15,25	22,43	27,80	24,16	81,00

19. számú táblázat

Részletes számítás és a mutatók diagramja 12. sz. mellékletben található.

A társaság finanszírozási problémáira adnak választ ezek a mutatók. A vállalat működésében alapvető szerepet játszik tőkeszerkezetének összetétele. A tőkeszerkezet a befektetők kiválasztását jelenti, az idegen és a saját tőke arányát, amely szorosan összefügg a kockázatvállalással, mivel a hitelezők előnyt élveznek a vállalkozás kudarca esetében, ezért hozamelvárásuk és kockázatuk alacsonyabb, mint a tulajdonosoké. /Katits 2000/

Sajáttőke arány

A sajáttőke arány megmutatja, hogy a finanszírozásban mennyire játszik szerepet a saját tőke. A számlálóban szerepel a saját tőke nagyság, míg a nevezőben az összes forrás. A 2000. év saját tőke aránya a legmagasabb, amelynek az oka egyértelműen a saját tőke növekedése. A 2001. év ugyanezzel a saját tőkével rendelkezik, de kötelezettségük oly módon emelkedtek, ami által a mutató visszaesett a 2000. év előtti szintre.

Idegentőke saját tőke arány

Idegentőke saját tőke arány a hosszúlejáratú kötelezettségeket vetíti a saját tőkére. Ez a mutató tulajdonképpen ugyanazt jelenti, mint az előző, csak éppen mindent ellenkező előjellel értendő. A finanszírozás kockázatának mérésére alkalmas, a magas értékek azt jelentik, hogy a kamatfizetési kötelezettségeknek nagyobb biztonsággal tud eleget tenni a vállalat.

Kamatfedezettségi mutató

A kamatfedezettségi mutató a vállalat eladósodottságát mutatja, a számlálóban lévő nyereség és az amortizáció összegét viszonyítja a kamatráfordításhoz. A tört értékének nagysága jelzi, hogy a vállalat milyen biztonsággal tud eleget tenni kamatfizetési kötelezettségeinek. Vállalatunk esetében a 2001. év jó eredményt mutat, ami természetesen összefügg az évi magas cash flow-val.

LIKVIDITÁSI MUTATÓK

	1997	1998	1999	2000	2001
LIKVIDITÁSI RÁTA	2,21	2,07	1,35	2,42	1,29
LIKVIDITÁSI GYORSRÁT A	1,52	1,58	0,98	1,70	1,00
PÉNZESZKÖZ ARÁNY	0,47	0,14	0,26	0,23	0,53
IDŐTARTAM MUTATÓ	99,25	91,40	107,60	75,92	106,75

20. számú táblázat

Részletes számítás a 13/a. sz. mellékletben található.

A mutatók diagramja a 13/b mellékletben található.

A likviditási mutatók arra adnak választ, a vállalat mennyire képes eleget tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek. / Kleinebeckel 1993 /

Likviditási mutató

A likviditási ráta mutató a legelterjedtebb mutatószám, minden vállalatnál kiszámításra kerül. A forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek aránya, amely megmutatja, hogy a vállalat pénzzé váló rövidlejáratú eszközeivel milyen gyorsan lehet a rövidlejáratú kötelezettségeket kielégíteni. A likviditási mutató határértékének a jelentése, amennyiben 1 alatt van, a vállalat fizetéseképtelenségét hordozza.

A FALCO Kft. likviditási mutató értéke minden évben a kritikus érték feletti, így a vállalat eleget tud tenni rövid lejáratú kötelezettségeinek.

Likviditási gyorsráta

A likviditási gyorsráta a készletekkel csökkentett forgóeszközöket viszonyítja a rövid lejáratú kötelezettségekhez. Ennek a mutatónak nem szükséges, hogy egy fölött legyen, vállalatunknál sem teljesül az 1 érték.

Pénzeszköz arány mutató

A pénzeszköz arány mutató a likviditási gyorsráta számlálóját még a követelésekkel csökkenti. Értelmezése a készletek és a követelések minőségétől függ. Az 1 feletti érték bizonytalanságot nyújt a hitelezőknek követeléseik behajtására.

Legrosszabb értéket a vállalat az 1998.- évben ért el, a 2001. év értéke pedig azt mutatja, hogy kiemelkedő szintet produkált a vállalat a rövidlejáratú hitelezők követeléseik behajtásában.

Időtartam mutatók

Az időtartam mutatók arra adnak választ, hogy a forgóeszközök hány napra fedezik a napi átlagos kiadásokat. A 2000. év gyenge teljesítményét a 2001. év likviditás növekedése követett, amely a vállalat alacsonyabb pénzügyi kockázatát jelenti.

VIII.2.1.5. A VÁLLALAT NÖVEKEDÉSI ÚTJÁNAK ELEMZÉSE

A növekedési lehetőségek előrejelzése a vállalat jövőbeni útját határozzák meg / Katits 1996 /

A növekedés megközelítése nem egyszerű, a nyereség vagy az árbevétel abszolút nagyságának emelkedése nem egyértelmű kritérium a vállalat fejlődési irányának eldöntésére. Természetesen kitétel a jövedelmezőség javulása a vállalati növekedés megítélésében, de mellette ugyanolyan fontossággal bír a vállalati nagyság, az üzemméret alakulása. A méret megítélésében sem csupán az expanzió, hanem a relatív változás és iránya a mérvadó, abból következtethető a változások trendje.

A növekedés elemzését két nagy csoportra bontjuk. Az egyik az állapotot tükröző, tehát vagyorientált módszer, mely túl kevés befolyásoló tényezőt vesz figyelembe, nem felel meg a követelményeknek. A másik módszer szerint a meghatározásánál követendő alapelv: a, tőkeérték segítségével való mérés. A tőkeérték egy adott időtartamra vonatkozóan mutatja a pozitív változásokat.

A növekedés megragadható a kapacitás oldaláról is. Amennyiben a jelenlegi kapacitás meghaladja az eddig használt kapacitást, akkor újonnan szerzett és egyúttal kihasznált kapacitásról van szó. Ez esetben a hozam és a kapacitás között egy olyan összefüggést tételezünk fel, hogy a hozamok azonosak a kapacitásváltozással.

A legmegfelelőbb egy kombinált elemzés követése, amely különböző módszerek segítségével állít fel prognózist. A kombinált elemzési módszerrel meg tudjuk becsülni a vállalat növekedési kilátásait. Megállapítható, hogy a vállalat az átlag felett növekvő, átlagosan növekvő, stagnáló vagy hanyatló vállalatok csoportjába tartozik. Az alkalmazott mutatók a cash flow mutatók és a sajáttőke hányad.

A növekedés abszolút vagy relatív mértékének meghatározásához be kell vonni egy olyan növekedési indikátort, amely tekintettel van a relatív állagfenntartás alaptételére./ Katits 1996 Ehhez számításba kell vennünk a pénzürték és termeléskapacitás-változással, valamint a nemzetgazdasági növekedési aránnyal korrigált működéshez szükséges vagyont, mivel ez biztosítja a vállalati célkitűzés valóra váltását. Ebből a mutatószámból arra következtethetünk, mennyivel haladja meg az elemzett vállalat termelőképességét a vizsgált periódusban.

Növekedési kilátások

$$\text{NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK} = \frac{\text{CFW}}{\text{ÖSSZES TŐKE}}$$

	1998	1999	2000	2001
CASH FLOW	59	159	34	248
ÖSSZES TŐKE	659	765	749	1095
NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK	0,09	0,21	0,045	0,23

21. számú táblázat

A pénzáramlások összes tőkére való vetítése képet ad arról, hogy az összes eszköz a mérlegegyezőség alapján hány százalékkal növekedett úgy, hogy a szabad cash flow-t teljesen befektetik.

A 21. számú táblázat adataiból látható, hogy az 1998. és az 1999. év között erős növekedés mutatható ki, majd a 2000. év visszaesése következik. A számok erős korrelációt mutatnak a cash-flow kimutatóval, ahol szintén a 2000. év bizonyult a leggyengébbnek.

A kombinált módszerek közül a növekedési arány vizsgálata a legelterjedtebb. A növekedési arány elemzésénél egy növekedési indikátor, a korrekciós faktor került bevonásra a vizsgálatba. Az inflációs és növekedési index a nemzetgazdasági növekedési arányt jelenti, amely tekintettel van a relatív állagfenntartás alaptételére. / Katits 2002. /

A relatív állagfenntartás annyit jelent, hogy a vállalat egy év árbevételéből be tudja szerezni azonos mennyiségben és minőségben a működéséhez szükséges eszközöket, dinamikus szemléletmódot követve a technikai fejlődést, a nemzetgazdaság vagy az üzletág növekedési folyamatát.

Növekedési arány

ABSZOLÚT NÖVEKEDÉS = ÖSSZES TŐKE_Z - ÖSSZES TŐKE_{NY} - KORREKCIÓS TÉNYEZŐ

KORREKCIÓS FAKTOR = ÖSSZES TŐKE_{NY} (INFLÁCIÓS INDEX₂+NÖVEKEDÉSI INDEX₂)

Z: VIZSGÁLT ÜZLETI ÉV VÉGE (ZÁRÓ)

NY: VIZSGÁLT ÜZLETI ÉV ELEJE (NYITÓ)

	1997	1998	1999	2000	2001
ÖSSZES TŐKE _{NY}	387	502	659	765	749
ÖSSZES TŐKE _Z	502	659	765	749	1095
INFLÁCIÓS INDEX	20,1	11,3	5,1	11,6	5,2
NÖVEKEDÉSI INDEX	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8
KORREKCIÓS FAKTOR	96,8	81,3	61,3	128,5	67,4
ABSZOLÚT NÖVEKEDÉS	211,8	238,3	167,3	112,5	413,4

Inflációs index: ipari termelői árindex.

Növekedési index: a GDP alakulása az előző év %-ban.

22. sz. táblázat

Részletes számítás a 14. sz. mellékletben

Növekedési arány (relatív)

ABSZOLÚT NÖVEKEDÉS

ÖSSZES TŐKE_{NY} (1 + INLÁCIÓS INDEX_{NY}+NÖVEKEDÉSI INDEX_{NY})

	1997	1998	1999	2000	2001
ABSZOLÚT					
NÖVEKEDÉS	211,8	238,3	167,3	112,5	413,4
ÖSSZES TŐKE _{NY}	387	502	659	769	749
INLÁCIÓS					
INDEX _{NY}	20,4	11,3	5,1	11,6	5,2
NÖVEKEDÉSI					
INDEX _{NY}	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8
NÖVEKEDÉSI					
ARÁNY	0,44	0,41	0,23	0,13	0,51

23. számú táblázat

Az abszolút növekedés meghatározásakor a termelési kapacitás változását a pénzérték és a nemzetgazdasági növekedés arányszámával kell korrigálni. / Straubné-Tatay 1998 /

A növekedés relatív arányszámából arra lehet következtetni, hogy mennyivel haladja meg az elemzett vállalat termelőképesége a nemzetgazdaság termelőképeségét.

Az abszolút és relatív növekedési arány számok vizsgálatából megállapítható, hogy a vállalat az 1997. és 1998. évben növekedési stádiumban volt, majd a következő két év nagymértékű beruházásai következtében csökkenő tendenciát / beruházások/ mutatott, majd a 2001. év erőteljes fejlődést eredményezett.

VIII.2.2. A VÁLLALAT JÖVŐBENI TELJESÍTMÉNYÉNEK ELŐREJELZÉSE

A vállalat múltbeli teljesítményének elemzése után a következő lépés a jövő előrejelzése.

Ennek fontos feltétele, hogy a múltbeli elemzés mutatóinak, / cash flow, értékteremtő tényezők, tőkeszerkezet/ várható alakulásának képét megkapjuk. Bár az előrejelzésnek nincsenek pontos kidolgozott szabályai, mégis fel lehet sorolni olyan lépéseket, amelyeket mindenképpen célszerű megtenni.

Az első lépés a vállalat növekedési potenciáljának felmérése, képes-e arra, hogy tőkeköltsége feletti hozamot produkáljon. Ehhez szükségeltetik a vállalat stratégiai helyzetének értékelése, figyelembe véve az iparági sajátosságokat is. Ezért előrejelzésünk első lépéseként az iparági elemzést célszerű végrehajtani.

A vállalat és az iparág teljesítményének prognosztizálása után egy optimista és egy pesszimista teljesítmény előrevetítése szükségeltetik.

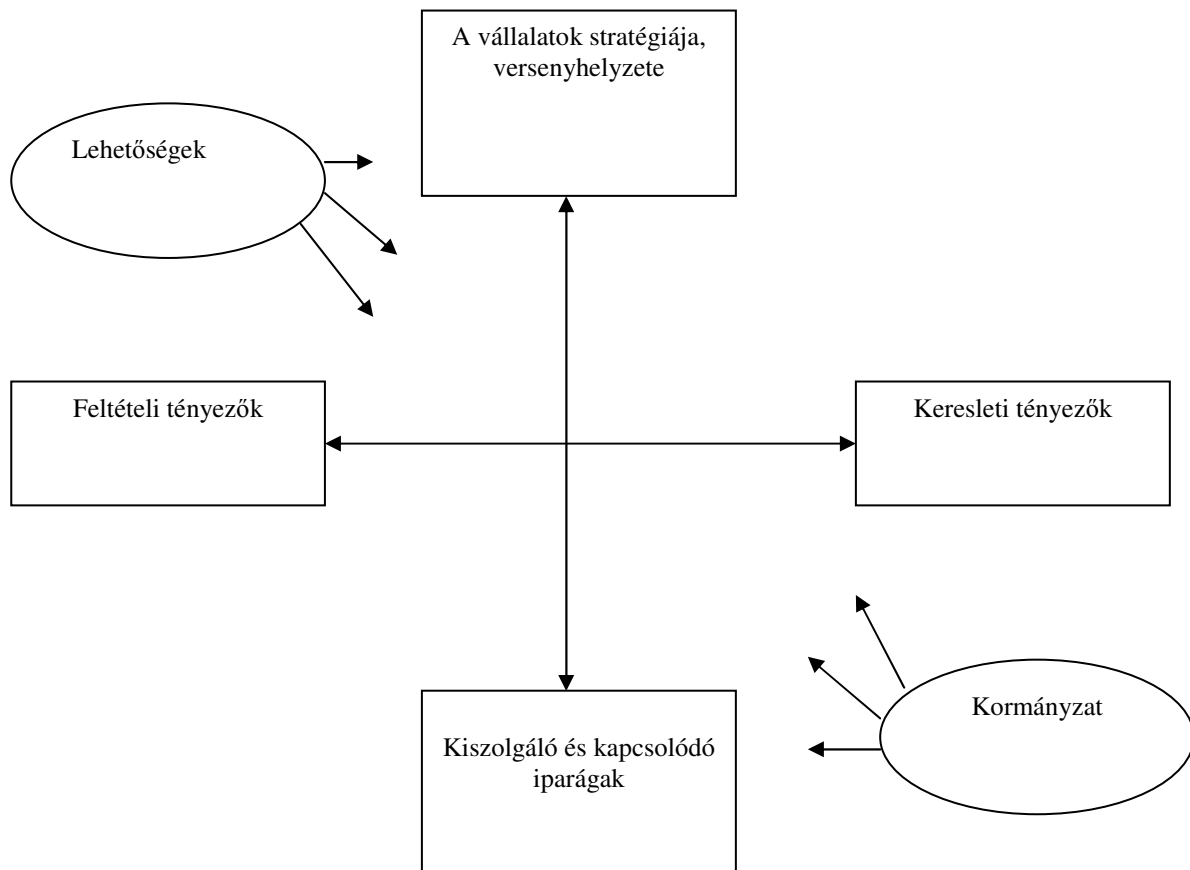
Vizsgálat alá kell venni az eredmény-kimutatás és a mérleg egyes sorait, majd a szabad cash flow és más értékteremtő tényezők egyes sorainak aggregálása útján történő meghatározást kell elvégezni.

VIII.2.2.1. AZ IRODABÚTOR SZAKÁGAZAT ELEMZÉSE

Egy iparág elemzésén azon tényezők felkutatását értjük, amelyek képesek befolyásolni az iparág nyereségét. Amikor egy vállalat értékelése történik, sohasem szabad elfeledkezni arról, hogy nem egyedülállóan, elszigetelten kell felmérni vagyoni és/vagy jövedelemtermelő képességét, hanem a társadalmi, politikai, gazdasági környezetbe ágyazottan, az összes szereplők közötti viszonyok, erőhatások értékteremtő vagy romboló hatásainak figyelembevételével. Ezért szükségszerű ágazati, nemzetgazdasági sőt világpiacon értékelések elvégzése.

Az iparági elemzés gyakorlati lebonyolítása személyes vállalatinterjúk és kérdőíves megkérdezés által történt. A kérdőív 27 oldalból áll, a mellékletben található. Összeállításánál

az iparági elemzés egyik legelismertebb művét választotta a szerző. A nyolcvanas évek második felében nagy port kavart közgazdász körökben Michael Porter megjelent könyve: a Competitive advantage of nations és a Competitive strategy, amelyik magyarul is megjelent 1992-ban Versenysztratégia címmel. Porter e két művében az iparági elemzés mikro és makro modelljével foglalkozik.

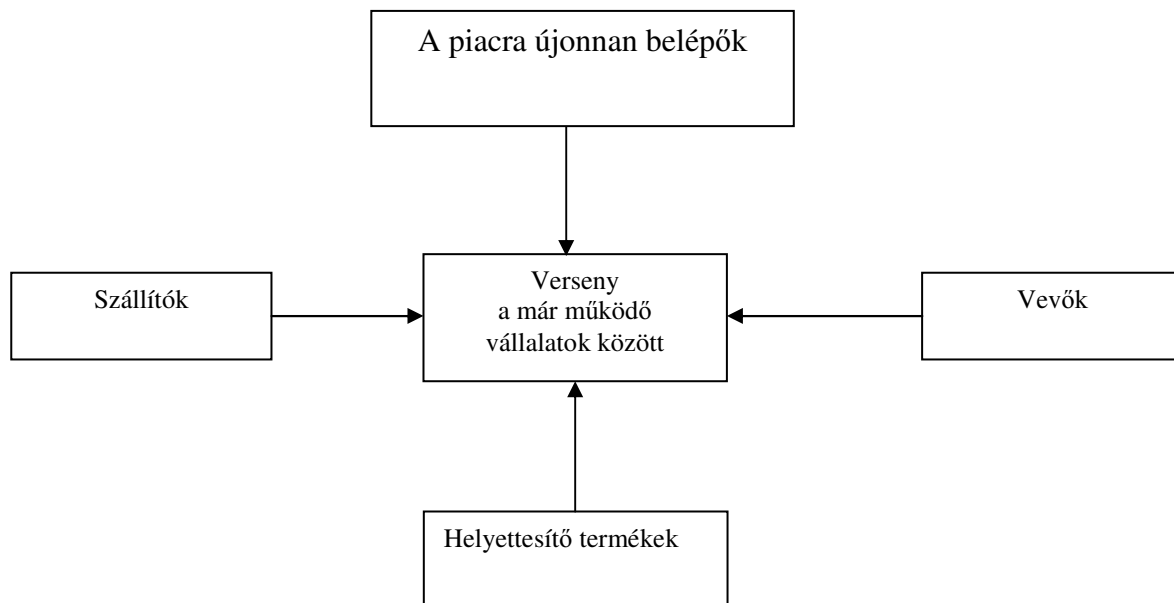


3. sz. ábra

A fő tényezők jelentése:

- Feltételi tényezők: a szükséges erőforrás, infrastruktúra
- Keresleti tényezők: hazai és nemzetközi piac igényeivel összevetve a vásárlóképesség
- Kiszolgáló iparágak: egy adott iparág termeléséhez kapcsolódó iparágak
- Vállalatok stratégiája: egyazon iparágba tartozó vállalatok szervezete, irányítása, célkitűzései
- Kormányzat: saját ország kormányának gazdaságpolitikája

A makrogazdasági tényezők elemzése után térjünk át a mikrogazdasági modell ismertetésére.



4. számú ábra

A főbb tényezők jelentése:

- Szállítók: a beszállítást végzők és alkupozíciójuk
- Vevők: a potenciális vásárlók és alkupozíciójuk a kínáló vállalattal szemben
- A piacra újonnan belépők és fenyegetettségük
- Helyettesítő termékek: a hasonló funkciójú termékeket gyártó vállalatok fenyegetettsége
- Verseny a már működő vállalatok között: a piacon azonos iparágban jelenlévő vállalatok között lévő verseny

Ha végignézzük a 3-4 számú ábrákat, akkor láthatjuk, hogy számolnunk kell iparági elemzésnél mikroszinten a társasággal kapcsolatban álló vállalatok, szállítók, vevők, helyettesítő termékeket gyártók, tehát versenytársak és a piacra léphető, potenciális versenytársak helyzetével és szerepével. A makroszintű elemzésben helyet kap az erőforrás allokáció és infrastruktúra, a keresleti tényezők, s az egyazon iparágba tartozó vállalatok szervezet, célkitűzése. / Chikán-Czakó- Zoltayné 2002/

A kérdőívet a szerző fentieknek megfelelően állította össze azzal a céllal, hogy a személyes beszélgetések által nyert információk további konkrét adatokkal alátámaszthatók legyenek. Mivel a kérdőíves megkérdezés csekély sikerrel járt, ezért az iparági elemzés főképp vállalati interjúkból nyert információkat tartalmazza.

Az interjúk témakörei a kérdőív témaköreit ölelték fel, amelyek a következők:

1. A környezet
2. A vállalatok teljesítménye, technológiája
3. A stratégia és a stratégiai szövetség
4. Szervezeti jellemzők
5. Pénzügyi helyzet, az EURÓ-ra való felkészülés
6. Marketing
7. Az emberi erőforrás-menedzsment
8. Társadalmi tőke

1. Környezet

A megkérdezések alapján elmondható, hogy a vállalatok nem elégedettek a makro szintű környezettel, úgy érzik, hogy a változó kormányzati erők és gazdaságpolitikájuk bizonytalanság forrása. A bizonytalanság okaként felhozható a nem stabil gazdasági környezet, nem lehet előre biztosan jelezni a kilátásokat. Az előre jelezhető gazdasági események beépíthetők a tervezésbe, hatásukkal kalkulálni lehet, így váratlan események valószínűsége lecsökken. A politikai változások, az egymást követő vezető politikai elit, a gazdasági és pénzügyi tárcánál gyakori személycserék változó gazdasági viszonyokat jelentenek.

Egy felmérés szerint, mely a rendszerváltozás kezdetétől a miniszterek a hivatalukban eltöltött idejét vizsgálta, megállapította, hogy a legalacsonyabb a pénzügyminiszter és gazdasági miniszter eltöltött ideje. Úgyis mondhatnánk, hogy a miniszterek forgása a legnagyobb. Ez jelez valamit, jelzi, hogy gazdasági, pénzügyi helyzetünkben, viszonyainkban változásokkal kell mindig számolnunk.

A költségvetési politika, mint az egyik legközvetlenebb módja a gazdaságösztönzésnek vagy visszafogásnak, elvonások rendszerével tudja befolyásolni a vállalatok életét. Az adózás mértékének nagysága, mint a magánszemélyek, mint a vállalatok esetében a keresletszabályozás eszköze. Az iparági megkérdezettek szerint a magánszemélyekre eső

nagy elvonás keresletcsökkentő tényező, amely a vásárlóképesség kicsiny voltát eredményezi, a vállalatokat sújtó adó, TB. elvonások pedig pénzüktől fosztják meg a társaságokat. Az alacsonyabb elvonás termelésösztönző lehetne, viszont ez az államkassza bevételeinek csökkenését jelentené.

A fogyasztói piacok vizsgálatánál, az EU piacán a legnagyobb versenytársnak Olaszországot és Németországot jelölték. A felmérés szerint az olasz bútorok állnak kivitelükben, formájukban közelebb a magyar bútorokhoz. Ízlésünk, lazább életvitelünk, egész civilizációs karakterünk nagyobb hasonlóságot mutat Olaszországgal, mint a szigorúbb, poroszosabb mentalitású Németország. Ez az ízlésbeli analógia megmutatkozik a formatervezésben is. /Laskay-Matták 1999/

2. A vállalatok teljesítménye, technológiája

A vállalatok technikai, technológiai színvonalának, versenyképességének feltárására vonatkozó kérdésekből kitűnik, hogy felszereltség, modern gépek, infrastruktúra tekintetében a fejlettség változó. Az mindenképpen leszögezhető, hogy a külföldi befektetők jelenléte pozitív hatású, hiszen a bútorigarra és Magyarországon minden iparára elmondható, hogy tőkehiánnyal küzd.

A vállalati működés eredményessége érdekében a megkérdezettek a termék minőségének növelését, új termék bevezetését, a fogyasztói igényekhez való rugalmasabb reagálást, a szállítási határidők rövidítését és betartását, költséghatékonyság elemzését tűzték ki fejlesztendő célkitűzésnek. /Barakonyik-Lorange 1994 /

3. A stratégia és a stratégiai szövetség / Csath 2001 /

Stratégiai célkitűzésük az előbb felsorolt technikai és technológiai hiányosságokhoz igazodnak. A legtöbb társaság piaci részesedésének megtartását szeretné elérni az elkövetkezendő években, nem törekszenek agresszív növekedésre. Természetesen ez a célkitűzés hasonlítható a vihar előtti csendhez, mivel EU-ba való belépésünk várakozó álláspontra késztet mindenkit.

Kiemelkedő fontosságúnak tekintik az állam felé irányuló értékesítés lehetőségét, a közbeszerzési eljárásokban való részvételt. Fenntartásaikat fejezték ki az egyes társaságok a közbeszerzések körébe való bekerülés miatt, amely egyesek szerint névjegy probléma, s ezáltal már nem is nevezhető versenynek az irodabútor-piac.

Elégedetlenséget lehet tapasztalni a stratégiai szövetségek, a klaszterek működésének tekintetében. A termékápolon, tehát horizontálisan szerveződő klaszterek, célkitűzései, miáltal együttműködés keretében járuljon hozzá a szakágazat megújulási képességének javulásához, egyesek szerint csak formális szerveződések, csak a marketing, az értékesítés területén nyújtanak némi segítséget.

4. Szervezeti jellemzők

A szervezeti jellemzők tekintetében egyértelműen a hagyományos, hierarchikus felépítettségük dominálnak. A stratégiai üzleti egységek közötti egymásra hatás tekintetében elmondható, hogy a kereskedelem-marketing- műszaki fejlesztés, kereskedelem-marketing-termelés, az emberi erőforrás-termelés között szoros korreláció fedezhető fel együttműködésük tekintetében. Érdekességként említhető, hogy a pénzügyi részleg, a pénzügyi döntések kisebb hatást fejtenek ki más egységek tevékenységére közvetlenül. Ebből levonható a következtetés, hogy a döntések nem megfelelően átgondoltak pénzügyi szempontból, nem végeznek komolyabb gazdasági, hatékonysági, pénzügyi átfogó elemzéseket. Erre utal az a tény is, bár cash flow kimutatást csinálnak, döntéseikben mégsem veszik figyelembe. Nem foglalkoznak egyáltalán a cash hozók és a cash ráblók meghatározásával, pedig általuk a társaság erős és gyenge pontjai feltárhatók lennének. Vezetői stílusuként túlnyomórészt a diktatórikus vezetői magatartást helyezték első helyre, melynek okaként a meglévő magyar munkakultúrát nevezték meg.

5. Pénzügyi helyzet elemzés, az EURÓ-ra való felkészülés

A pénzügyi, finanszírozási kérdések esetében a döntő többség belső finanszírozásról beszélt, ez a tőkehiányos bútortipar, a magyar gazdaság fő jellemzője.

A vállalatok számviteli eljárása minden esetben a kettős könyvvitel, eredmény-kimutatásuk az összköltségeljáráson alapul. Okaként felhozható, hogy ebben az eredmény-kimutatásban az önköltségszámítás elbújtatásának lehetősége áll fenn, ami az adóellenőrzést nehezíti. Általában elmondható, hogy az EU csatlakozás bizonyos szorongással tölti el a vállalatvezetőket. Tartanak áremelkedéstől és az EU jogszabályai alapján a különböző előírások teljesítésétől. Legjelentősebbnek a környezetvédelmi előírásokat tartják, /termékekhez kapcsolódó környezetvédelmi szabványok, levegő- és vízszennyeződésre vonatkozó előírások, a veszélyes hulladék meghatározása /, melyek teljesítése komoly anyagi megterhelést jelenthet a vállalatoknak. Feltételezéseik szerint, az EU csatlakozás a kis és közép vállalatok esetében nagyobb megterhelést fog jelenteni, kik kevesebb pénzzel, kisebb

anyagi lehetőségekkel gazdálkodnak, ennél fogva nehezebben teljesíthető lesz számukra az előírtak teljesítése. / Bándi-Erdey-Horváth 2001 /

6. Marketing

A marketing területén általánosan elfogadott a lemaradás tényének megállapítása. A lezajlott rendszerváltozás, a privatizáció, a piacgazdaságra való áttérés óta túl rövid idő telt el, hogy az addig ismeretlen tevékenységi területet, a marketinget magas szinten műveljék. A szocialista gazdálkodás nem ismert fogyasztói igényekhez való alkalmazkodást, "ha langyos a sör, nekünk úgyis jó," /Zorán/ felfogástól hosszú az út a fogyasztói érték megvalósítás koncepciójához. /Józsa 2000/

A felmérésben egész sor erősen fejlesztendő marketing feladatokat jelöltek meg: marketing tervezés, értékesítés tervezés, reklám stratégia, termék piacra bevezetése eladásösztönzés, PR. /Reketye 1999 /

7. Az emberi erőforrás- menedzsment /Bakacsi 2000 /

A társaság gazdasági életében jelentős szerepet játszó emberi tőke tekintetében felismerték a tanulás jelentőségét, bár elmondható, hogy jelentős pénzüsszeget és időt nem fordítanak képzésre. Legfontosabb továbbfejlesztendő területnek ítélik meg az informatikai, műszaki képzést és a nyelvoktatást. A munkatársak továbbképzésének viszonylagos elhanyagolását visszavezethetjük a túlkínálatos munkapiacra, ahonnan bármikor új munkaerő vehető fel, a válogatás lehetősége is fennáll. Az ilyen irányú gondolkodásmódnak azonban ellene kell mondanunk, mert téves a bármikor bárki behelyettesíthetőségének gondolata. Darabszámra igaz, bár az ember nem csak egy szám, mivel képzettsége, képességei és készségei révén amikhez hozzá adódik helyismerete, begyakorlottsága, értéket termelő egyén. Pótlása költséggel jár, ez is egy beruházás, az emberi tőkébe történő beruházás. A tranzakció költsége fennáll, ezért inkább a meglévő humán erőforrás fejlesztésének és megtartásának alkalmazását kellene preferálni.

Ennek a feltevésnek ellentmond a multinacionális cégek ellen emelt kifogás, miszerint számukra az olcsó, kevésbé képzett munkaerő a megfelelő. Kutatási-fejlesztési tevékenységüket a hazájukban végzik, nem nálunk szándékoznak magasabb kvalitást igénylő munkát elvégeztetni.

8. A társadalmi tőke

A társadalmi tőke magában foglal különböző szerveződések a gazdasági és civil szférában, segíti az együttműködést, melynek révén a teljesítőképesség, a teljesítmény multiplikálódik.

/Lengyel-Szántó 1996 /

A szerző felmérésében céljaként próbálta meghatározni, melyek azok az elemek, amelyek segítik az együttműködést és melyek azok, amelyek szerepet játszanak a bizalomhiány kialakulásában. A gazdasági szférában csekélynek minősítették a bizalom meglétét, a tisztességes verseny kritériumai nem dominálnak.

A csúszópénzt, a korrupció meglétét jelentős mértékűnek értékelték. Egy nemzetközi felmérés szerint is Magyarország, a világ országait figyelembe véve azon országok közé tartozik, ahol a korrupció erőteljesen jelen van.

A vállalat tevékenységére ható találkozások nem jelentenek nagy előnyt a gazdasági életben. Többen jelezték, hogy ún. formális összejöveteleknek tekintik a fórumokat, konferenciákat. Inkább az egymás személyes felkeresését tekintik hasznosnak információ gyűjtése céljából. Alapvetően azonban megállapítást nyert, hogy igény lenne tartalmasabb összejövetelekre.

Az iparági szerkezet elemzése, az erős és gyenge pontok feltárása befolyásolja a vállalatok nyereséges termelésének növekedését, támpontokat szolgáltatnak a jövőbeni fejlesztések igényeihez.

Az irodabútor szakágazat erősségei a következők:

A magyar bútoringar és ezen belül az irodabútor szakágazat magas exporthányaddal rendelkezik. Az ágazat az iparági átlaghoz képest feltűnően magas exporthányaddal rendelkezik. Az ágazat az iparági átlaghoz képest feltűnően magas exporthányaddal rendelkezik.

Határidő, szállítási fegyelem megfelelő, ellentétben a kevésbé precíz keleti szomszédainkkal.

A szakértelem, képzettség és képzés tekintetében elmondhatjuk, hogy jók a paramétereink. Az egész magyarországi faipar, azon belül a bútoringar gazdag múlttal, nagy hagyományokkal rendelkezik.

A legtöbb vállalat rendelkezik ISO minősítéssel. Ez nagy előnyt jelent a kivitel növelésében, illetve a pozíció megtartásában.

Munkakultúránk megfelelő, sőt javuló tendenciát mutat. Az emberi főre vetített teljesítményérték előforduló kicsiny volta az elavult, nullára írt eszközök használatában keresendő.

Az alacsony munkabér főleg a külföldi, de a magyar vállalatok esetében versenyképesség szempontjából pozitívan értékelendő. Ez a versenyelőny azonban kétségessé válhat az EU-ban megvalósuló szabad munkaerő-vándorlás esetében.

A nyugati " fejlettebb" világhoz való kapcsolódásunk következtében technikai- technológiai színvonalunk emelkedett. Egyre több munkafolyamat számítógépes szabályozása valósult meg, ami a precizitást növeli. A bútorgyártók egyik kitörési pontja az innováció érzékenysége. Ennek a felismerésnek következtében a társaságok fejlesztési programjában szerepel a megújulási törekvés, a versenyfeltételekhez való minél magasabb szintű alkalmazkodás akarása.

Nagy lehetőségek rejlenek egy újonnan kialakuló értékesítési csatorna kialakulásában, az internet-kereskedelemben.

Az eladás színvonalának növelése, az információt hordozó szakmai folyóiratok bővülése a vevő-centrikusság tendenciájának erősítését jelentik.

A gyengeségek közül az alábbiak a kiemelendők:

A legkiemelkedőbb probléma az akkut tőkehiány. Ezek a finanszírozási nehézségek csapódnak le a viszonylag alacsony profitráta megjelenésében.

A gyártási költségek drágulása, főként az energia árának növekedése hozzájárul a pénzügyi nehézségek alakulásához.

A K+F tevékenység visszaszorulása a rendszerváltozás negatív jelensége közé tartozik.

A marketing tevékenység gyenge, mindenképpen fejlesztésre szorul

Az adminisztráció még mindig túlburjánzik, bár óriási a fejlődés ebben a tekintetben.

A statisztikai feldolgozás nem elégséges, nincs pontos kép a KKV szektorban működőkről. A különböző szakmai szövetségek együttműködésével a helyzet enyhíthető.

Az interneten való megjelenés alacsony, nincs összehangoltság a gyártók és a kereskedők között.

Hiányzik a közvetlen vevőkapcsolat, erőteljesebb kínálatpolitika szükségeltetik.

Az elvonások magas szintje, / környezetvédelmi előírások / a vállalati terhek további növekedési kilátásai kedvezőtlen tendenciát jósolnak.

Összességében elmondható, hogy az iparági felmérés egy problémákkal is küszködő ágazatot mutat, amely azonban az EU előírásoknak és a modern pénzügyi elemzések révén versenybe szállhat az Egyesült Európa kiterjedt méretű piacával. / Molnár-Józan 2001 /

VIII. 2.2.2. A JÖVŐBENI CASH FLOW MEGHATÁROZÁSA

Az értékelési folyamat következő fázisa a vállalat jövőbeni cash flow-jának meghatározása. A becslési eljárásnál alapul kell venni az iparági elemzés, a vállalati múlt és a vállalati növekedési kilátásokból levonható következtetéseket.

Az eddigi jövő prognosztizálás arra enged következtetni, hogy bár a FALCO Kft. jó helyzetben van, biztos, stabil állapotú, a gazdasági környezet, a nemzetgazdaság növekedési kilátásai nem ilyen kedvezőek.

A GKI Gazdaságkutató Rt. www.gm.hu/gyorsmenu/statisztika/htm/induszt/agazatok/butor.htm/ által, az Európai Unió támogatásával készített felmérésből kiderül, hogy Magyarországon a 2003. év első negyedében tovább romlottak a gazdasági kilátások. Az üzleti szférában a pesszimizmus a 2001. végén mélypont alá süllyedt, az iparban a termelési színvonal és rendelésállomány általánosan romlott. A háztartások kedvezőtlenül tartják a pénzügyi helyzetet, s további 12 hónapban is enyhe romlásra lehet számítani. Mint a vállalati, mint az ipari szféra áremelkedésektől tart.

Az áremelkedés okait a következőkben vélik:

1. A magasabb EU-s árak "begyűrűzése "
2. Az EU-s szabálytömeg előírásainak betartásával többletkiadás hatása
3. A többletkiadások kompenzálására általános fogyasztói áremelkedés
4. Az ÁFA emelkedése. Az EU -ban nincsenek nullaszázalékos kulcsok.
5. A nem EU-s tagországokkal való kereskedés vámjainak emelkedése.

Az áremelkedések a reáljövedelmek csökkenését fogják előidézni, ami keresletcsökkentő tényező. A csökkenő aggregált kereslet a kínálati oldal csökkenését vonja maga után.

A cash flow előrejelzés és vállalatértékelés esetében egy optimista és egy pesszimista előrejelzést szükséges végezni.

Az előzőeknek megfelelően a vállalati utolsó vizsgált év mérleg és eredmény-kimutatás adatainak módosítását végezte el a szerző. Bár a vállalathelyzet jónak ítéltető, az iparági felmérés és az EU csatlakozás meglehetősen pesszimista várakozást idéz elő.

Ez tükröződik a számításokban is, mert mindkét előrejelzés esetén árbevétel csökkenéssel történt a további számítás. Az optimista megítélés az, amelyik kevésbé pesszimista. Az

optimista mérleg és eredmény-kimutatás esetén 8%-os, a pesszimista esetében 15%-os árbevétel csökkenés lett prognosztizálva. Ez összevág a cég jövőbeni tervezési adataival. Az árbevétel csökkenésének megfelelően %-os csökkentés végrehajtása történt a költségek ráfordítások, ELÁBÉ adataiban. A vállalat eszközeinek adataiban változás nem történt, így ennek megfelelően a vagyonhoz tartozó adatok változatlanok maradtak.

Ezekkel az új adatokkal történt az EBIT, NOPLAT és szabad cash flow kimutatás számítása. A becsült inflációs ráta végig 4,5 %-s, ennek megfelelően alakult a tőkekötség nagyságát.

Szabad cash flow

(e Ft)

	P	O
NOPLAT	79494	123511
AMORTIZÁCIÓ	37368	37368
BRUTTÓ CASH FLOW	116862	160879
A MŰKÖDŐ TŐKE NÖVEKMÉNYE	111252	111252
A BEFEKTETETT ESZKÖZÖKBE ESZKÖZÖLT KIADÁSOK NETTÓ TÁRGYI ESZKÖZÖK AMORTIZÁCIÓJA	61066	61066
EGYÉB ESZKÖZÖKEGYÉB FORRÁSOKKAL CSÖKKENTETT ÁLLOMÁNYÁNAK NÖVEKMÉNYE	22767	22767
BRUTTÓ BEFEKTETETT TŐKE VÁLTOZÁSA AMORTIZÁCIÓ	64787	64787
SZABAD CASH FLOW	144281	188304

24. számú táblázat

P: pesszimista előrejelzés

O: optimista előrejelzés

A részletes számítás a 15-20. sz. mellékletekben található.

VIII.2.2.3. A MARADVÁNYÉRTÉK BECSLÉSE

A maradványérték előrejelzésének többféle módszere közül a jelenérték számításra alapuló került kiválasztásra, mert ez tükröz konzisztenciát a szabad cash flow meghatározásával.

Jelenérték számításon alapuló két lehetséges variációja létezik. A konvergencia - képlettel történő meghatározás feltételezése, hogy az új befektetések hozama idővel várhatóan a tőkeköltséghez konvergál így többletérték nem keletkezik az elkövetkezendő időszakban.

A vállalati növekedés az un. agresszív képletben jelenik meg, mely feltételezi, hogy a nyereség a maradványérték időszak során növekedni fog, ahol a növekedési ütem a leggyakrabban az inflációs rátával egyenlő.

A vizsgált időszakra növekedéssel nem számolt a szerző, az árbevétel csökkenés lett prognosztizálva. A csökkenés mértéke negatív növekedésként is felfogható. Azonban a maradványérték meghatározás végtelen lejáratú örökjáradék formában történik, s a végtelenségig feltételezett hanyatlás meglehetősen pesszimista előrejelzést jelent. A csökkenést remélhetőleg növekedés fogja felváltani, s a két tendencia remélhetőleg kiegyenlítődik. Így konstans állapotúnak tételezve a vállalat jövőbeni útját, s a konvergencia-képlettel került számításra a maradványérték.

A konvergencia képlet akövetkező:

$$CV = \text{NOPLAT} / \text{WACC}$$

VIII. 2. 3. A VÁLLALAT SZÁMSZERŰSÍTETT ÉRTÉKÉNEK MEGHATÁROZÁSA

A vállalat értékének meghatározása a következő: / adatok eFt-ban /

A cash flow kimutatás diszkontálása:

Pesszimista esetben

$$\frac{144281}{1,196} + \frac{144281}{(1,196)^2} + \frac{144281}{(1,196)^3} + \frac{144281}{(1,196)^4} + \frac{144281}{(1,196)^5} = 435176$$

Optimista esetben

$$\frac{188304}{1,196} + \frac{188304}{(1,196)^2} + \frac{188304}{(1,196)^3} + \frac{188304}{(1,196)^4} + \frac{188304}{(1,196)^5} = 567959$$

Maradványérték meghatározása

Konvergens meghatározás

$$\frac{79494}{0,196} = 405581 \quad \frac{123511}{0,196} = 630158$$

Vállalati érték meghatározása a cash flow és a maradvány érték diszkontálása eredményeképpen a következő:

Optimista értékelés

$$567959+630158=1198117$$

Pesszimista értékelés

$$435176+405581=840757$$

IX. ÖSSZEGZÉS

A vállalati érték meghatározás menetét végigkísérve és az eredményt kiszámítva elmondható, hogy ezen az összegen eladható a vállalat.

A kijelentés igaz lehetne, amennyiben a vállalat végeredményének értékelésénél nem merülnének fel különböző problémák és szempontok.

A vállalati érték optimista és pesszimista végeredményének ismeretében felvetődik a kérdés, a többféle értékfogalom közül melyik került megállapításra. Az értékelés a tulajdonosi érték meghatározó tényezői szemszögéből készült, amiből következtethető, hogy a számított érték a tulajdonosi érték. A tulajdonosi érték pedig egyenlő a vállalat belső értékével. Az ország és a szakágazat a befektetők általi megítélése, a piac értékítélete, a keresleti és kínálati viszonyok, a piacformák hatásainak eredményeképpen határozódik meg egy vállalat piaci értéke és ára. A disszertáció nem tartalmazza a piaci oldal, vevői oldal értékítéletének vizsgálatát /legfeljebb implicit módon/, ezért elmondható, hogy a vállalati érték meghatározása egyoldalúan történt. Mivel a piaci érték a belső érték körül ingadozik, így a számított vállalati értékhez a piaci érték és ár alulról vagy felülről kell, hogy konvergáljon.

A vállalatértékelés elméletének része a szinergia hatás vizsgálata. A szinergia két vállalat együttműködése esetében értelmezhető. Vállalatfelvásárlások, fúziók alkalmából a két termelő berendezése, kapacitása, piaci lehetőségeinek összegzése következtében új gyártási eljárások, termékek vezethetők be, melyek révén a vállalati nyereség ugrásszerű növekedése érhető el. Ez a jövedelemnövekedés az egyesülés eredménye, amiből viszont levonható az a következtetés, hogy másképpen értékelendő egy vállalat egyedülállóként és másképpen, fúzióra készülvén.

A számítás menetében a vállalatértékelésnél nem tételezett fel a szerző fúziót, a megállapított érték a vállalatot önállóként vette figyelembe.

Az előbb felvetett, és több megválaszolatlan kérdések bizonyítják, nem egyszerű egy értékelés elvégzése. Lehetetlen az összes gazdasági, társadalmi, politikai, a hazai és világszintű hatások beépítése az értékelés folyamatába. Bizonyos mértékben hasonlítható az eljárás a meteorológiához, körülbelül megbecsülhető, hogy esni fog vagy napos időre számíthatunk.

Bármennyire is sok bizonytalansággal kell számolnunk, levonhatók a következtetések, melyek szükségesnek látszanak, hogy a magyar üzleti életben gazdaságunk jobbítása érdekében tennünk kell, hogy az Egyesült Európa színpadán versenyhelyzetben legyünk, csatlakozásunkkal jobbra tegyük életünket.

A disszertációban a vállalat és az irodabútor szakágazat értéklésének elemzésekor a szerző az alábbi problémákra hívja fel a figyelmet:

Magyarországon az EU megalakulása óta több ízben próbálták egységes rendszerbe foglalni a különböző ágazatokat, az eltérő tevékenységet végző vállalkozókat. A faipar esetében a legutolsó statisztikai csoportosításban a faipar elkülönült a "fafeldolgozás" és "bútorgyártás" ágazatra. Ezt a rendszert vette át - kötelező ajánlásként - a magyar statisztikai rendszer is.

A kutatás során megállapításra került, hogy a szakágazati elemzések foglalkoznak a főbb mutatók / vállalkozások, foglalkoztatottak száma, termelés, bel-és külkereskedelmi értékesítés árbevételei, ipari és fogyasztói árindex / számításaival, trendjének felállításával, de az elemzésekben nem térnek ki a szakágazati nehézségek okainak a feltárására.

A vállalat a fogyasztók igényeit kielégítő termékeket, szolgáltatásokat hoz létre, amelyeket pozitív hozamot eredményező áron tud értékesíteni. A folyamat eredményeképpen a vállalat képes gyarapítani befektetőinek vagyonát, tulajdonosi értéket teremteni.

A vállalati működések vizsgálatokor igazolásra került, hogy az értékközpontú cégirányításban rejlő lehetőségeket a vállalatvezetők nem aknázzák ki céltudatosan. Az értékteremtő tényezőknek /árbevétel növekedés, működési eredményráta, beruházások, tőkeköltés, növekedési ráta / a vállalat értékére gyakorolt hatásának számszerűsített elemzésével nem foglalkoznak. Így nehéz az értékképzés, - megőrzés és realizálás hármasságjának az elérése.

A vállalatok beszámolóinak részét képezi a cash-flow kimutatás, amely egy időszakban a vállalkozások pénzügyi helyzetében bekövetkező változásokat mutatja. Nyomon követhető, hogy a vállalatok, bár elkészítik, de döntéseikben nem támaszkodnak a cash-flow kimutatás adataira, pedig a likviditás biztosítása elsőrendű fontosságú feladat minden egyes vállalkozás vezetés számára.

Megállapításra került, hogy a termék portfólió javítása érdekében nem végeznek részletes elemzést a vállalatok a befektetett tőke hozadéka /ROI/ vizsgálatában. A ROI termelők rangsor felállítása szükségeltetne az optimális termékportfólió kialakításához, ami versenyelőnyhöz juttatná a vállalatot. Ugyanígy megállapítható, hogy nem határozzák meg a

termékportfolióban a cash hozókat és cash rablókat, melyek megmutatnák, hogy mely termékek erősíthetők, és melyek likvidálását kell célul tűzni.

A kutatás során vizsgálatra került a vállalatok kockázatkezelési tevékenysége. A kockázat előrejelzése és kezelése a kevésbé fejlett tőkepiacú Magyarországon sokkal nehezebben nyomon követhető, mint a fejlett tőkepiacú országokban.

Megállapításra került, hogy a vizsgált vállalatok a kockázat kezeléssel és előrejelzéssel mind makro, mind piaci szinten keveset foglalkoznak. A vállalati kockázati tényezők: a jövedelmezőségi, vagyoni, pénzügyi helyzet, megtérülés, vezetés színvonala, szállítók, alvállalkozók, technológia, mint kockázati kategóriák nem kerülnek részletes elemzésre.

Vizsgálat tárgyát képezte a cégek esetében a marketingkutatások fejlettsége. Bár elmondható, hogy a piackutatás nem csodaszer, de megkönnyíti a tisztánlátást, segít a döntések meghozatalában.

Megállapítható volt, hogy a piackutatás kimerül adatbázisok felállításával, versenytársak mérleg és eredmény-kimutatásának elemzésével. Kevés és sekélyes marketingmunka folyik a cégek esetében.

Az EU csatlakozás, a magyar vállalatok megjelenése az Unió belső piacán megköveteli a versenyképesség fogalmának átértelmezését. A hagyományos, stratégiai üzleti egységben való gondolkodást más szemléletmódnak kell felváltani. Avizsgálatok, amelyek a szervezeti egységek közötti összehangoltságot volt hivatott vizsgálni, arra engedett következtetni, hogy a vállalatvezetők nem képesek centralizáltan látni a vállalat egészét. Döntéseikbe szétforgácsoltságot visznek, a diverzifikáció eredménye az átfogóbb nézet hiánya.

Megállapításra került, hogy a stratégiai üzleti egységekben működő vállalatok az ott dolgozókat is egy-egy egységhez rendelik hozzá, egy-egy szektor kizárólagos tulajdonának képzelik a megfelelő képességekkel rendelkező személyeket. A vállalaton belüli erőforrásokért, az emberekért nem történik versenyzés az egységek vezetői között. Ez merevséget és kihasználatlan kapacitást jelent, mint a gépek, mint az emberi szürkeállomány tekintetében.

A vállalatvezetőkkel készített interjúk során megállapítást nyert az egész magyar bútoriparra és a magyar gazdaságra jellemző súlyos tőkehiány. Ez nagymértékben gátolja a vállalkozások és rajtuk keresztül az egész magyar gazdaság fejlődését. A magyar irodabútor szakágazat számára is súlyos problémát okoz a versenyelőnyt adó gyártmány és gyártásfejlesztéshez. a szükséges tőke előteremtése.

A vállalatértékelést nemzetközi módszerek magyar bútoripari ágazatra való adaptálásával végezte a szerző a magyar számviteli szabályok alkalmazásával. Nehézséget jelentett az

eltérő, már régóta piaci viszonyok közepette működő gazdasági rendszer más elemzési módszere, az eltérő mutatók használata, amelyek nem lelhetőek fel a magyar gyakorlatban.

Az elméleti megközelítések kiemelt fontosságot tulajdonítanak a specifikus kockázati tényezőnek, a béta alkalmazásának. A mutató a vállalati és piaci kockázat közötti összefüggést jelzi, s a tőkeköltség számításban játszik szerepet.

A magyar gazdasági viszonyok fejletlensége nem tette lehetővé a béta könyv felállítását, melyben fejlett tőkepiacú országokban a piacon lévő összes vállalat nem diverzifikálható kockázatának becslése található. Ennek hiányában az értékelési eljárásnál az elméleti módszerek nem voltak alkalmazhatók, a tőkeköltség számítása a rendelkezésre álló mérleg és eredmény kimutatás adataival végezhető el.

A számításban szereplő mutatók, az EBIT / Earning Before Interest and Tax /, a vállalat normál üzleti tevékenységéből az adó és kamatfizetés előtti jövedelem, a NOPLAT / Net Operating Profit less Adjusted Taxes /, az adóval korrigált nettó eredménynek megfelelőt nem ismer a magyar számvitel. Kiszámításukhoz a költségek közvetlen és közvetettre bontása, a működéshez szigorúan vett árbevétel meghatározása szükséges.

A megismert problémák és az empirikus vizsgálatok során ismertté vált, hogy a magyarországi irodabútor-piac versenyképességének helyzete javításra szorul. Az EU-ba való belépésünk, a közös pénz, az euró bevezetése átformálja gazdaságunk palettáját.

Az Európai Unió bővülő piacokat, fejlesztési forrásokat, fejlődési, növekedési esélyt hoz azoknak a vállalkozásoknak, amelyek tudatosan kihasználják az Unió és a hazai gazdaságpolitikai környezet adta lehetőségeket. Az esélyek azonban nem automatikusan vezetnek sikerre. Az Európai Unió piaca, ha nem is minden esetben, de sokszor- miként általában a piaci versenyben való helytállás- megköveteli az alkalmazkodást is a változó környezethez. Azok a vállalkozások lehetnek eredményesek, amelyek az alkalmazkodás erőfeszítéseit előzetes befektetésnek tekintik, és ebben pedig pótlólagos támaszra lelhetnek az Európai Unióban. Az EU egyik kiemelt gazdaságpolitikai céljának tekinti a kis és középvállalkozások támogatását, piaci versenyképességük megerősítését.

A kutatás alapján a szerző az alábbiakban foglalja össze a gyakorlati életben végrehajtható javaslatait:

Az információs rendszer bázisát a vállalton belül hagyományosan a számviteli rendszer képezi. Az alkalmazott számvitel nem tükrözi egyértelműen a valóságot, mivel a pillanatnyi érdekek illetve igények szerint történik az összeállítás. A tulajdonosi értéképítés, mint a vállalat alapvető célja vezetés orientált, döntéstámogató és a jövő kilátásait figyelembe vevő, az eddigiekhez képest eltérő vezetői számvitel megalkotását követeli. A „hagyományos” és a vezetői számvitel nem azt jelenti, hogy a vállalatoknak két elkülönített számviteli rendszerre van szükségük, hanem azt, hogy a számviteli törvény előírásain túlmenően nagy szerephez jusson az objektív, a valóságnak megfelelő elemzés mely a stratégiai és az operatív döntéseket egyaránt támogatni tudja.

A termelésirányításban megvalósítható versenyelőny a rugalmas gyártórendszer létrehozásával használható ki. A vállalat céljai között kell szerepelnie olyan technológia kialakítása, melynek gyártóberendezései gyorsan és könnyen átállíthatók különböző termékek gyártására, s így a vállalat viszonylag kis ráfordítással követheti a piac változó igényeit. A hazai és globális környezetben a követelményeknek megfelelően jóval szélesebb körben érvényesíthetők a rugalmas gyártórendszer előnyei. Ennek a technológiának azonban két alapvető és nem a technológiához kapcsolódó feltétele van, a termelés irányítás ismerje a lokális igényeket, a beszerzés pedig rugalmasan kövesse ezeket.

Az elmúlt évek során számtalan iparágban nagyfokú átalakulás ment végbe a versenykörnyezetben. Ezen belül talán a legfontosabb a termékpiaci verseny élesebbé válása. Követendő új út a moduláris termék- és gyártásfejlesztési stratégiák alkalmazása, ami a nagyobb termékválasztékot, a legújabb technológiával készült termékek gyors piacra kerülését, a terméktervezés és a megvalósulás alacsonyabb költségintjét biztosítja a cégek számára. A modularitás legszembetűnőbb előnyeinek egyike az új termékváltozatok gyors konfigurálásának képessége és egy adott moduláris termékarchitektúrán belül az elemek "elegyítése és összeillesztése" révén elérhető kis költség. A moduláris megközelítés a vállalat technológiai tudásának tartalmára és szerkezetére is fényt derít. Segítségével felfedezhetők lennének azok a rejtett szűk keresztmetszetek, amelyek csökkentik az új termék tervezésének és megvalósításának lehetőségeit.

A sikeres vállalatokat mindig a vezetők hozzák létre, de a sikerhez erősen hozzájárulnak az alkalmazottak munkavégzése. A stratégiai üzleti egységek szervezeti felépítése helyett előtérbe kell kerülni a projektekben való gondolkodási módnak. A projektekben megvalósuló

termelés felértékeli az időtényezőt és célra irányított, összehangolt ütőképes végrehajtást biztosít a beruházásoknak, a kutatás-fejlesztésnek, a gyártmány- és gyártástervezésnek vagy az új termékek piaci bevezetésének. Ezek mind olyan feladatok, amelyeket az erre szervezett projektek hatékonyabban végezhetnek el, mint a vállalat hagyományos, nehézkes és sok esetben igen bürokratikus együttműködő funkcionális szervezetei.

A projektekben lezajló termelési folyamat következtében az innoválás több új sajátossággal is kell számolni. Gyorsul az innoválás üteme, ezért egyre kevesebb idő áll rendelkezésre eredményeinek piaci realizálására. Az igazán sikeres megújulás az innovációs láncok eredményeképpen jön létre: egy valóban innovatív gyártmányhoz egyre többször új anyagra, gyártástechnikára van szükség, értékesítése új marketing megoldásokat is igényel, mindez pedig megkövetelheti a beszállítókat, a gyártókat, az értékesítőket és a felhasználókat eddig jól bevált tevékenységének akár gyökeres megváltoztatását.

A globalizáció korában ugrásszerűen megnőtt az üzleti vállalkozások kockázata: a piacokon gyorsan jelenik meg a nemegyszer globális innovációs kínálat, megváltozhat a kereslet, alapjaiban boríthatják fel a kialakult egyensúlyokat a piacra lépő vállalatok. Növeli a kockázatot, hogy egyre rövidebb idő alatt és egyre intenzívebben kell válaszolni a vállalatoknak, hogy kivédhessék a fenyegetéseket. A kockázatkezelésre a vállalatoknak ún. hatáslánc elemzést kell felállítaniuk. A kockázati lánc felépítésében meg kell határozni a külföldi működőtőke és pénztőke beáramlás kritikus értékét, a gazdasági növekedés túlfűtöttségének a kritikus értékét, a nemzeti valuta le és felértékelésének kritikus értékét, melyek elvezetnek az inputpiac összeomlásáig, az export visszaesésig, melynek következtében az egész régió gazdasági visszaesésével számolhatunk.

Az akut tőkehiány leküzdésére szükséges a különböző likvid források bevonása. A rászoruló vállalkozások igen nagy hányadának a megoldást a kockázati tőke bevonása jelenti. A kockázati tőkével való finanszírozás sajátossága, hogy nem kötődik hozzá olyan visszafizetési kötelezettség, mint a hitelhez. Az irodabútor szakágazatban a kockázati tőketársaságok befektetései nemcsak pénzügyi erőforrásokat biztosítanak a vállalat számára, hanem egyéb támogatásokat is nyújtanak, mint pl. a marketing, emberi erőforrás menedzselése, pénzügyi stratégiai koncepció kialakítása és megvalósítása.

A projektben történő vállalati termelés megköveteli az alkalmazottak szakmai tudásának feltárását. Hatékony lehet és időt megtakarító a „tudás tőke térképek” felállítása, amelyben a munkaerő esetlegesen meglévő több szakmai felkészültségét is jelzik. Így a vállalatnál felhalmozott tudás pontosan nyomon követhető, a keresett tudás hol található, kinek a fejében, melyik részlegnél, mely polcon, az adatbázis melyik szakaszában.

A projektben történő munkavégzést növelheti a „munkakör gazdagítás”. Ha a vállalat alkalmazottja több szakmával rendelkező munkaerő, a teljesítmény intenzitása növelhető, különösen akkor, ha a meglévő termelő berendezések lehetőséget biztosítanak tudásuk kihasználására. Amennyiben a vállalat rövid távban gondolkodik, olyan szakmák elsajátítását kell támogatni, amelyek beilleszkednek a cég profiljába, hosszabb távú tervezés esetében a vállalati profil vertikális vagy horizontális diverzifikációjának lehetőségei a mérvadók. A több szakma elsajátításának támogatása munkaidő kedvezményel és a költségek egészének vagy részének átvállalásával történhetne.

A vállalatoknál folytatott marketing munkának a megreformálása szükségeltetik. A kiszámíthatatlan recessziós folyamatok közepette, a rossz döntések elkerülése érdekében, a cégvezetők Magyarországon és világszerte szeretnék még célzottabb iránymutatást kapni. Több információt, tanácsot igényelnek. Marketing felfogásuknak át kell alakulnia. A piackutatásnak át kell formálódnia olyan korszerű piackutató- tanácsadó és média konglomerátummá, amely az ügyfélnek az alapkutatástól a döntéselőkészítő tanácsadásig valóban teljes kiszolgálást nyújt. A jövő az ilyen komplex marketing és adatszolgáltató információs birodalmaké.

A pénzügyi folyamatok és a marketing kapcsolata új képzési módokat kíván. A felsőoktatásban a posztgraduális képzés keretében képelem el olyan szakemberek képzését, akik otthonosan mozognak mindkettő területen. Ismertnek kell lenniük a számvitel, a pénzügyi elemzés, vállalatgazdaság és természetesen a marketing minden területével. Ezen két tudományág összekapcsolásával és oktatásával olyan szakemberek képződnek, akik „matematizálják” a marketing területét, s ezzel a vállalatok pénzügyi döntéseinek alapját adják a marketingkutatás eredményeinek összekapcsolásával.

A globalizáció és az EU-ba való belépésünk, a technikai fejlődés a vállalatgazdaságtanban paradigma váltást kényszerít ki. A korábbi paradigmák megcsontosodása a vállalat versenyképességének csökkenésével járhat, sőt akár bukásához is vezethet.

A paradigmaváltás következtében meg kell hogy történjen a munka és minőségi fegyelem, a folyamatos munkaintenzitás, a magas szakmai színvonal és az idő értékrendjének az átalakulása. A változásra, döntésre való készség fejlesztése, a kommunikációs készség fejlesztése, a munkacsoportban való részvétel hatékonyabbá tétele, az alapvető erkölcsi normák betartása, melyek a vállalat egészének értékrendjét, önazonosságát, kultúráját befolyásolják.

A vállalati érték meghatározását ki kell terjeszteni a vevői szegmens oldaláról történő megközelítésre. A vevő jobb minőséget, alacsonyabb költségeket, gyorsabb szállítást,

nagyobb rugalmasságot, magasabb színvonalú szolgáltatást vár el, mert elégedettsége nő, ha nagyobb értéket tud realizálni, mint a ráfordítása, költségei. A vevő értékítéletén alapuló piaci oldalról való vállalatértékelés kiegészíti a jövedelemtermelő képessége általi értékelést, s a kettő átfogóbb képet nyújt a vállalt valódi értékéről.

Az EU-ba való belépésünkkel nem gondolhatjuk azt, hogy automatikus ígéret és garancia lesz. Igaz, hogy az üzleti környezet bizonyos elemei már nem változnak, más változások pedig a belépés után csak hosszabb távon jelentkeznek. Az UNIÓ belső piacán a szereplés új, jóval kiélezettebb versenyhelyzetet teremt. Az új helyzet a vállalkozástól tudatos alkalmazkodást kíván, újfajta fegyelemnek kell érvényesülnie, s bizonyos értelemben a jelenlegiektől eltérő játékszabályokat kell alkalmazni.

Az EU-ba való belépésünkkel rengeteg ismeretlen helyzettel, szabállyal kell ismerkednünk. Tanulnunk kell, ismerkedni az országokkal, nemzetekkel, régiókkal, emberekkel, életekkel, lehetőségeinkkel és hátrányainkkal. Meg kell tanulnunk magyarul és európaiul élni, meg kell tanulnunk nyertesekké válnunk. Új élet kezdődik.

Felgyorsult változások, határnélküliség, globalitás, tömegtermelés, kommunikáció, internet, táguló és zsugorodó világ, mindezek nem voltak benn tankönyveinkben.

Ismerkedjünk szép új világunkkal. /Schumacher 1991 /

TÉZISEK

1. A kutatás célkitűzése

A XX. század végén Közép és Kelet-Európában, így Magyarországon is jelentős változások zajlottak le mind a gazdasági, mind a társadalmi életben. A tervutasításos, állami és szövetkezeti tulajdonra épülő szocializmus átalakult kapitalista társadalmi formává. Az átalakulás hosszú folyamatát a rendszerváltozás zárta le. A 90-es évek elején lejátszódó privatizáció keretében a szocialista gazdasági rendet felváltotta a magántulajdonon alapuló piacgazdaság, megtörtént a gazdaság működési logikájának az átállása. A piacgazdaság térhódítását mutatta a regisztrált vállalatok számának megtízszereződése, nagy monopolizációs cégek megtelepedése, a külföldi működőtőke befektetések megjelenése. A Jaltában kialakított világrend tehát gazdasági okokból dőlt össze. A század végére a tudományos és technikai fejlődés egy újabb szakaszba érkezett, amikor az állam túlzott gazdasági előnyei, amik az 50-es években megvoltak, elfogytak, s a hátrányai igen gyorsan felerősödtek.

Magyarországon s a többi kelet-európai országokban az átállás nem volt zökkenőmentes. A piacgazdaság kiépítése, az átalakuló vállalatok, keleti piacaink elvesztése, az infláció, az egész gazdasági, üzleti élet széjjelzilálása az ipar és mezőgazdasági termelés drasztikus csökkenését eredményezte.

Az évtized elejének mélyrepülése után viszonylagos fellendülés következett, az export növekedésnek indult. A forint viszonylagos felértékelődése a belső árakban jelenlevő infláció nagyobb mérvű emelkedését jelentette, mint a devizaértékben számolt exportbevétel esetében. Így állt elő az az eset, hogy a belső fogyasztás, a nyersanyagok és az energiahordozók áraiban nagyobb volt az infláció, mint ahogyan az exportjukkal kitermelhető devizák forint ára emelkedett. A vállalatok az előbbi folyamat ellenében mégis exportáltak, mivel a termelés további csökkenése drágább lett volna, mint a veszteséges termelés folytatása.

A 90-es évek elejének faiparát kisebb dinamizmus jellemezte, mint az ipar nagy átlagát. Az iparági életciklus-elmélet szerint a faipar, s ebben bennfoglaltatik a bútoripar egésze, a fejlődési ciklusnak nem az elején, hanem a leszálló ágán volt. Ennek köszönhető, hogy beszükölték az iparágban végrehajtott beruházások és fejlesztések. Sok vállalatnál megszűnt a

K+F tevékenység, vagy legalábbis csökkent a fejlesztői, termelői létszám. Az évtized elejének pesszimista kilátásai azonban nem bizonyultak megfelelőnek. A 90-es évek közepétől nagy mértékű fejlődésnek indult a bútorgyártás. A növekedés húzóerejét az export értékesítés bővülése jelentette.

Az irodabútor gyártás és forgalmazás a 90-es évek elejétől számított felfutó ág. A számítógépes és a többi modern infrastrukturális berendezések széleskörű megjelenése folyamatos fejlődésre készítette a tervezőket. Megteremtődtek a modern, a kor szellemének megfelelő, ergonómiai szempontokat tökéletesen kielégítő irodai berendezések.

A technikai fejlődés mellett erősen megváltozott az irodai munkahelyekkel szemben támasztott követelmények. Az egy vagy két személyes irodák helyett a jövő az ún. agilis irodáké, melyben elsődleges szerep jut a mobilitásnak. A mobilitás egyik fázisa, amikor egy íróasztalt többen használnak, csak a konténerek tartoznak egy személyhez. A távmunka, vagyis az otthon történő munkavégzés pedig igényt teremtett a lakásban a megfelelően felszerelt és esztétikailag is a lakás hangulatához igazodó „dolgozóhely” kialakításához.

A piacgazdaságot építő Magyarországon, a tulajdon átalakulás következtében egy egész sor új kérdés merült fel a gazdasági életben. Felvetődött, mint megoldandó probléma, mennyit ér egy vállalat, hogyan lehet piaci árát meghatározni. Egyáltalán, meg lehet-e határozni, amennyiben eladásra kerül egy társaság teljes egészében vagy részében, részvények jelennek meg a piacon vagy a tőzsdén, mi az az összeg, amely kifizethető, az ár azonos-e az értékkel.

Az 1989-es társasági törvény legnagyobb fogyatékosága volt, hogy a modern kft-rt. szabályozás mellé nem tudott piaci számvitelt, mérlegkészítési technikát, vagyoneértékelést felmutatni. A vállalatok könyvviteli mérlege szinte semmit sem mondott a vállalat valódi értékéről, a magyar torz piaci viszonyok között a vállalat értéke manipulált volt. A vállalati könyvekben szereplő természeti javak gyökeresen alulértékelték voltak, összefüggésben a korábbi magyar dotációs és hatósági árrendszer felépítésével. Az ingatlanok 0-val, illetve rendkívül alacsony értékkel szerepeltek. A termőföld könyv szerinti értéke is alacsony volt, összefüggésben a mezőgazdasági-élelmiszeripari termékek korábbi árképzési rendszerével.

A külföldi befektető jogosan tette fel a kérdést, hogy egy megvásárolandó vállalatért, ingatlanért kért összeg miért tér el olyan nagy mértékben a vállalati könyvelésben szereplő értéktől.

A vállalatértékelés elméletének történetét vizsgálva megállapíthatjuk, hogy többféle értékfogalom létezik. Az érték, mint fogalom meghatározása hasonló utat járt be, mint minden más definíció a közgazdaságtan elméletének története során.

A két világháború közötti objektív értékelési szemlélettől a 90-es években a szubjektív értékelési módszerig vezetett az út. A vállalati missziókban szerepel annak a megfogalmazása, miszerint a vállalat legfontosabb célkitűzése, maximalizálni a tulajdonosi értéket. A vállalatba befektetett tőke megtérülésének mérésére, ill. ezen megtérülés maximalizálás mód meghatározásának az egyik legsikeresebb módszere a részvénytulajdonosi érték képzésének az elemzése /Shareholder value creation analysis/. A tulajdonosi érték meghatározásához először tehát meg kell állapítani a vállalat értékét, majd ebből le kell vonni a hitelek értékét.

A vállalati érték meghatározása különböző módszerekkel történik. Egyik felfogás szerint a vállalati érték kiszámítható a vagyoneszköz oldaláról. Ez az eljárás nem veszi figyelembe a vállalat jövőorientáltságát, a jövedelemtermelő képességét. Amennyiben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a vállalat a jövőben is működni fog, akkor az értékelés a jövedelemtermelő képességen nyugszik. Nem valósulhat meg csak a vagyoneszközök segítségével, a vállalatot nem tekinti vagyonthalmaznak.

Bizonyos esetekben azonban mégis a tényleges vagyon értékelendő. Amikor egy vállalat már nem képes tovább működni, eléri az üzembeszárási állapotot, a hitelezőkkel való megállapodás nem végrehajtható, felszámolási vagy végelszámolási eljárás indul ellene. Mindkét esetben számításba nem jöhet az értékelés eljárásánál, mire képes a vállalat az elkövetkezendő időkben. Ebben az esetben a vagyonértékelés a követendő értékelési módszer, mely a vállalat termelését a meglévő eszközökhöz rendeli hozzá, nem veszi figyelembe a jövőbeni eszközkombinációkat.

Működő vállalat esetében a hozam szerinti értékelés a követendő út. A hozam szerinti érték meghatározása egy olyan egyensúlyi árat jelent, amely a vállalat jövőbeli pénzjövödelmeinek a kockázatot is figyelembe vevő tőkeköltséggel történő diszkontálásból adódik. Feltehetjük a kérdést, mit értünk tőkeköltségen? A tőkeköltség az az összeg, amit a vállalatba beruházó, mint bárhol máshol elérhető hozamot, elvár. A tőkeköltség ennek

értelmében alternatív költség, vagy másképpen alternatív bevétel, de nevezhetjük transzfer jövedelemnek is.

Ez az értékelési szemlélet, illetve érték kategória a modern vállalati pénzügyek, a tőkepiaci elméletek és a vállalati stratégiák fejlődésének eredményeképpen alakult ki. Ebben kifejeződik, hogy a stratégia, mint a jövőalkotás eszköze, értéket teremt vagy rombol.

Az értekezés céljaként arra keresem a választ, hogyan játszódik le egy értékelési folyamat, milyen tényezők játszanak szerepet, melyek azok a külső és belső hatások, amelyekkel számolnunk kell, egyáltalán objektív vagy szubjektív-e a meghatározási folyamat. A gazdasági szakembereknek és vezetőknek át kell gondolniuk, miért érték az érték, hogyan közelíthető meg, számszerűsíthető-e egy vállalat értéke.

A témafeldolgozás aktualitását nem kell különösképpen magyarázni. A piacgazdaság útjára lépő Magyarországon a már megalakult, átalakuló, fúziót létrehozó vagy éppen megszűnő vállalatok esetében sokszor probléma, milyen legyen az újonnan létrejövő társaság törzstőke aránya, mekkora legyen a részvénytársaság aránya, vagy éppen hogyan alakul a felszámolási vagy végelszámolási érték, pl. a hitelezők kielégítése céljából.

A vállalati érték meghatározás után vizsgálatom tárgyát képezi, képesek leszünk-e sikerágazattá válni az EU kibővült piacán. Melyek azok az értékteremtő és értékmegőrző tényezők, versenytényezők, amelyek szükségeltetnek ahhoz, hogy a legmagasabb tulajdoni érték teremtődjön, s ezáltal a magyar bútortipar, s azon belül az irodabútor szakágazat tartós piaci részesedést tudjon elérni.

2. Előzmények és az alkalmazott módszerek.

A vállalatértékelés problémakörének elemzésével a Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem Vállalatgazdaságtan Tanszékének munkatársai foglalkoznak, de egyes részterületek feldolgozásában számos kutató és gazdasági szakember is részt vesz. A jelen gazdasági viszonyok között új követelményként jelent meg a téma továbbfejlesztésének igénye, mert egyrészt fontos ismerni, hogy gazdasági értelemben mekkora értéket képvisel egy vállalat, másrészt a gyakorlatban nagy jelentőséggel bír egy vállalat értékének az ismerete a beruházások ráfordításainak és kockázatvállalásának tekintetében.

A felállított kutatási hipotézis szerint a magyar vállalatok jövőbeni tevékenységét a már végrehajtott vagy végrehajtandó komplett modernizáció és a világgazdasági beágyazódás végbemenetele alapozza meg. A versenyképesség fontos tényezőinek feltárását az iparági szinttől kiindulva a vállalati versenyképesség összetevőinek a meghatározásával végeztem. Nehezített a téma feldolgozását, hogy részletes, országos adatok mint mennyiségben, mint minőségben nem álltak rendelkezésre.

Azonkívül megállapítást nyert, hogy a meglévő iparági adatok sem fedik le teljesen a valóságot. Halmozottságot mutatnak, mert sok esetben a továbbértékesítés /import/ adatait is tartalmazzák.

Az elemzés elvégzéséhez szükség volt reprezentatív megkérdezésre, melynek segítségével lehetővé vált az irodabútor szakágazat részletes elemzése. Viszonylag kis számú, de az irodabútor szakágazatban jelentős szerepet játszó vállalkozások /11/ gazdasági tevékenységének vizsgálatára került sor.

A választott kutatási módszer egyrészt mélyinterjú készítése volt, amit kérdőíves megkérdezés követett. Sajnos a kiküldött kérdőívek alacsony visszaküldésének a száma nem tette lehetővé a számítógépes feldolgozást és értékelést.

Az iparági elemzéssel feltárni igyekeztem az iparág erősségeit és gyenge területeit.

A környezeti változások megítélése szempontjából foglalkoztam a vállalati működés bizonytalanságát előidéző tényezők vizsgálatával. A kormányzat és a gazdaságpolitika

szerepét, szakminisztériumokkal való kapcsolatok lehetőségét, a belpolitikai helyzet stabilitását, a pénzügyiac megbízhatóságát, a jogi szabályozást és az Unióval való jogharmonizáció hatásosságát tartottam kiemelendőnek.

A versenyképesség elemzése kérdéskörben a termelési versenyelőny és hátrány területeinek feltárása és a teljesítménymutatók használata és hasznossága közötti összefüggéseket próbáltam megállapítani.

Az iparági elemzés mellett a disszertáció részét képezi konkrét vállalatértékelés. A soproni FALCO Kft, mint az irodabútor szakágazat egyik reprezentáns képviselője tette lehetővé és bocsátotta rendelkezésemre adatait. Öt év mérleg és eredmény kimutatásai, a könyvvizsgálói jelentések képezték az elemzés alapját.

A rendelkezésre álló adatok a különböző vállalatértékelési módszerek közül a cash-flow értékelési eljárás elvégzését tette lehetővé. Ennek értelmében a vállalat értéke hozamainak, jövőbeni pénzjövedelmeinek diszkontált értéke, jelenértéke. A vállalati érték megállapításánál több becslési érték megállapítása szükségeltetett. Az EU-ba való belépésünk várakozásainak megfelelően, a vállalatvezetőkkel egyeztetve a termelés visszaesésével kellett számolnom. A jövőbeni eredmények optimista és pesszimista becslésénél az árbevétel 8% és 15%-os csökkenését prognosztizáltam. Az elkövetkezendő évek inflációs rátája a számítás és összehasonlítás megkönnyítése végett 4,5%-ban került megállapításra.

A szakirodalom a jövőbeni cash-flow elemzésnél figyelembe veendő évek számát kb. 10-ben határozza meg. Az EU belső piacán való megjelenésünkkel, a teljesen új gazdasági környezet figyelembe vételével úgy gondoltam, hogy az előrelátás megnehezült. Ezért a vállalat jövőbeni hozamainak becslését csak öt évre kiterjedően vizsgáltam, a további időszak maradványértékben került számba vételre.

A kutatási célnak a megvalósításához jelentős segítséget nyújtottak a szakirodalomban folyamatosan megjelent és megjelenő cikkek, tanulmányok és könyvek.

3. Az értekezés új és újszerű eredményei

1. Magyarországon az EU megalakulása óta több ízben próbálták egységes rendszerbe foglalni a különböző ágazatokat, az eltérő tevékenységet végző vállalkozókat. A faipar esetében a legutolsó statisztikai csoportosításban a faipar elkülönült a "fafeldolgozás" és "bútorgyártás" ágazatra. Ezt a rendszert vette át - kötelező ajánlásként - a magyar statisztikai rendszer is.

Kutatásaim során megállapítottam, hogy a szakágazati elemzések foglalkoznak a főbb mutatók / vállalkozások, foglalkoztatottak száma, termelés, bel-és külkereskedelmi értékesítés árbevételei, ipari és fogyasztói árindex / számításaival, trendjének felállításával, de az elemzésekben nem térnek ki a szakágazati nehézségek okainak a feltárására.

2. A vállalat a fogyasztók igényeit kielégítő termékeket, szolgáltatásokat hoz létre, amelyeket pozitív hozamot eredményező áron tud értékesíteni. A folyamat eredményeképpen a vállalat képes gyarapítani befektetőinek vagyonát, tulajdonosi értéket teremt.

A vállalati működések vizsgálatakor igazoltam, hogy az értékközpontú cégirányításban rejlő lehetőségeket a vállalatvezetők nem aknázzák ki céltudatosan. Az értékteremtő tényezőknek /árbevétel növekedés, működési eredményráta, beruházások, tőkeköltség, növekedési ráta / a vállalat értékére gyakorolt hatásának számszerűsített elemzésével nem foglalkoznak. Így nehéz az értékképzés, - megőrzés és realizálás hármasságjának az elérése.

3. A vállalatok beszámolóinak részét képezi a cash-flow kimutatás, amely egy időszakban a vállalkozások pénzügyi helyzetében bekövetkező változásokat mutatja. Nyomon követhető, hogy a vállalatok, bár elkészítik, de döntéseikben nem támaszkodnak a cash-flow kimutatás adataira, pedig a likviditás biztosítása elsőrendű fontosságú feladat minden egyes vállalkozás vezetés számára.

4. Megállapítottam, hogy a termék portfólió javítása érdekében nem végeznek részletes elemzést a befektetett tőke hozadéka /ROI/ vizsgálatában. A ROI termelők rangsor felállítása szükségeltetne az optimális termékportfólió kialakításához, ami

versenyelőnyhöz juttatná a vállalatot. Ugyanígy megállapítható, hogy nem határozzák meg a termékportfolióban a cash hozókat és cash rablókat, melyek megmutatnák, hogy mely termékek erősíthetők, és melyek likvidálását kell célul tűzni.

5. Kutatásom során próbáltam képet kapni a vállalatok kockázatkezelési tevékenységéről. A kockázat előrejelzése és kezelése a kevésbé fejlett tőkepiacú Magyarországon sokkal nehezebben nyomon követhető, mint a fejlett tőkepiacú országokban.
Megállapítottam, hogy a vizsgált vállalatok a kockázat kezeléssel és előrejelzéssel mind makro, mind piaci szinten keveset foglalkoznak. A vállalati kockázati tényezők: a jövedelmezőségi, vagyoni, pénzügyi helyzet, megtérülés, vezetés színvonala, szállítók, alvállalkozók, technológia, mint kockázati kategóriák nem kerülnek részletes elemzésre.
6. Vizsgálatom tárgyát képezte a cégek esetében a marketingkutatások fejlettsége. Bár elmondhatjuk, hogy a piackutatás nem csodaszer, de megkönnyíti a tisztánlátást, segít a döntések meghozatalában.
Megállapítható volt, hogy a piackutatás kimerül adatbázisok felállításával, versenytársak mérleg és eredmény-kimutatásának elemzésével. Véleményem szerint kevés és sekélyes marketingmunka folyik a cégek esetében.
7. Az EU csatlakozás, a magyar vállalatok megjelenése az Unió belső piacán megköveteli a versenyképesség fogalmának átértelmezését. A hagyományos, stratégiai üzleti egységben való gondolkodást más szemléletmódnak kell felváltani. Vizsgálataim, amelyek a szervezeti egységek közötti összehangoltságot volt hivatott vizsgálni, arra engedett következtetni, hogy a vállalatvezetők nem képesek centralizáltan látni a vállalat egészét. Döntéseikbe szétforgácsoltságot visznek, a diverzifikáció eredménye az átfogóbb nézet hiánya.
8. Megállapítottam, hogy a stratégiai üzleti egységekben működő vállalatok az ott dolgozókat is egy-egy egységhez rendelik hozzá, egy-egy szektor kizárólagos tulajdonának képzelik a megfelelő képességekkel rendelkező személyeket. A vállalatban belüli erőforrásokért, az emberekért nem történik versenyzés az egységek vezetői között. Ez merevséget és kihasználatlan kapacitást jelent, mint a gépek, mint az emberi szürkeállomány tekintetében.

9. A vállalatvezetőkkel készített interjúk során tettem azt az egész magyar bútoriparra jellemző megállapítást, ami mindenki előtt ismert, hogy a magyar gazdaság súlyos tőkehiánnyal küzd. Ez nagymértékben gátolja a vállalkozások és rajtuk keresztül az egész magyar gazdaság fejlődését. A magyar irodabútor szakágazat számára is súlyos problémát okoz a versenyelőnyt adó gyártmány és gyártásfejlesztéshez. a szükséges tőke előteremtése.
10. A vállalatértékelést nemzetközi módszerek magyar bútoripari ágazatra való adaptálásával végeztem, a magyar számviteli szabályok alkalmazásával. Nehézséget jelentett az eltérő, már régóta piaci viszonyok közepette működő gazdasági rendszer más elemzési módszere, az eltérő mutatók használata, amelyek nem lelhetőek fel a magyar gyakorlatban.
- Az elméleti megközelítések kiemelt fontosságot tulajdonítanak a specifikus kockázati tényezőnek, a béta alkalmazásának. A mutató a vállalati és piaci kockázat közötti összefüggést jelzi, s a tőkeköltség számításban játszik szerepet.
- A magyar gazdasági viszonyok fejletlensége nem tette lehetővé a béta könyv felállítását, melyben fejlett tőkepiacú országokban a piacon lévő összes vállalat nem diverzifikálható kockázatának becslése található. Ennek hiányában az értékelési eljárásnál az elméleti módszerek nem voltak alkalmazhatók, a tőkeköltség számítása a rendelkezésre álló mérleg és eredmény kimutatás adataival végezhető el.
- A számításban szereplő mutatók, az EBIT / Earning Before Interest and Tax /, a vállalat normál üzleti tevékenységéből az adó és kamatfizetés előtti jövedelem, a NOPLAT / Net Operating Profit less Adjusted Taxes /, az adóval korrigált nettó eredménynek megfelelőt nem ismer a magyar számvitel. Kiszámításukhoz a költségek közvetlen és közvetettre bontása, a működéshez szigorúan vett árbevétel meghatározása szükségeltetik.

4. Az eredmények gyakorlati hasznosítása

A megismert problémák és az empirikus vizsgálatok során ismertté vált, hogy a magyarországi irodabútor-piac versenyképességének helyzete javításra szorul.

Az Európai Unió bővülő piacokat, fejlesztési forrásokat, fejlődési, növekedési esélyt hoz azoknak a vállalkozásoknak, amelyek tudatosan kihasználják az Unió és a hazai gazdaságpolitikai környezet adta lehetőségeket. Az esélyek azonban nem automatikusan vezetnek sikerre. Az Európai Unió piaca, ha nem is minden esetben, de sokszor- miként általában a piaci versenyben való helytállás- megköveteli az alkalmazkodást is a változó környezethez. Azok a vállalkozások lehetnek eredményesek, amelyek az alkalmazkodás erőfeszítéseit előzetes befektetésnek tekintik, már most kezdik felkészülésüket az EU piacán való szereplésre.

A disszertáció alapján az alábbiakban foglalom össze a gyakorlati életben végrehajtható javaslataimat:

1. Az információs rendszer bázisát a vállalton belül hagyományosan a számviteli rendszer képezi. Az alkalmazott számvitel nem tükrözi egyértelműen a valóságot, mivel a pillanatnyi érdekek illetve igények szerint történik az összeállítás. A tulajdonosi értéképítés, mint a vállalat alapvető célja vezetés orientált, döntéstámogató és a jövő kilátásait figyelembe vevő, az eddigiekhez képest eltérő vezetői számvitel megalkotását követeli. A „hagyományos” és a vezetői számvitel nem azt jelenti, hogy a vállalatoknak két elkülönített számviteli rendszerre van szükségük, hanem azt, hogy a számviteli törvény előírásain túlmenően nagy szerephez jusson az objektív, a valóságnak megfelelő elemzés mely a stratégiai és az operatív döntéseket egyaránt támogatni tudja.
2. A termelésirányításban megvalósítható versenyelőny a rugalmas gyártórendszer létrehozásával használható ki. A vállalat céljai között kell szerepelnie olyan technológia kialakítása, melynek gyártóberendezései gyorsan és könnyen átállíthatók különböző termékek gyártására, s így a vállalat viszonylag kis ráfordítással követheti a piac változó igényeit. A hazai és globális környezetben a követelményeknek megfelelően jóval szélesebb körben érvényesíthetők a rugalmas gyártórendszer előnyei. Ennek a technológiának azonban két alapvető és nem a technológiához kapcsolódó feltétele van, a

termelés irányítás ismerje a lokális igényeket, a beszerzés pedig rugalmasan kövesse ezeket.

3. Az elmúlt évek során számtalan iparágban nagyfokú átalakulás ment végbe a versenykörnyezetben. Ezen belül talán a legfontosabb a termékpiacon verseny élesebbé válása. Követendő új út a moduláris termék- és gyártásfejlesztési stratégiák alkalmazása, ami a nagyobb termékválasztékot, a legújabb technológiával készült termékek gyors piacra kerülését, a terméktervezés és a megvalósulás alacsonyabb költségszintjét biztosítja a cégek számára. A modularitás legszembevetőbb előnyeinek egyike az új termékváltozatok gyors konfigurálásának képessége és egy adott moduláris termékarchitektúrán belül az elemek "elegyítése és összeillesztése" révén elérhető kis költség. A moduláris megközelítés a vállalat technológiai tudásának tartalmára és szerkezetére is fényt derít. Segítségével felfedezhetők lennének azok a rejtett szűk keresztmetszetek, amelyek csökkentik az új termék tervezésének és megvalósításának lehetőségeit.
4. A sikeres vállalatokat mindig a vezetők hozzák létre, de a sikerhez erősen hozzájárulnak az alkalmazottak munkavégzése. A stratégiai üzleti egységek szervezeti felépítése helyett előtérbe kell kerülni a projektekben való gondolkodási módnak. A projektekben megvalósuló termelés felértékeli az időtényezőt és célra irányított, összehangolt ütőképes végrehajtást biztosít a beruházásoknak, a kutatás-fejlesztésnek, a gyártmány- és gyártástervezésnek vagy az új termékek piaci bevezetésének. Ezek mind olyan feladatok, amelyeket az erre szervezett projektek hatékonyabban végezhetnek el, mint a vállalat hagyományos, nehézkes és sok esetben igen bürokratikus együttműködő funkcionális szervezetei.
5. A projektekben lezajló termelési folyamat következtében az innoválás több új sajátossággal is kell számolni. Gyorsul az innoválás üteme, ezért egyre kevesebb idő áll rendelkezésre eredményeinek piaci realizálására. Az igazán sikeres megújulás az innovációs láncok eredményeképpen jön létre: egy valóban innovatív gyártmányhoz egyre többször új anyagra, gyártástechnikára van szükség, értékesítése új marketing megoldásokat is igényel, mindez pedig megkövetelheti a beszállítókat, a gyártókat, az értékesítőket és a felhasználókat eddig jól bevált tevékenységének akár gyökeres megváltoztatását.

6. A globalizáció korában ugrásszerűen megnőtt az üzleti vállalkozások kockázata: a piacokon gyorsan jelenik meg a nemegyszer globális innovációs kínálat, megváltozhat a kereslet, alapjaiban boríthatják fel a kialakult egyensúlyokat a piacra lépő vállalatok. Növeli a kockázatot, hogy egyre rövidebb idő alatt és egyre intenzívebben kell válaszolni a vállalatoknak, hogy kivédhessék a fenyegetéseket. A kockázatkezelésre a vállalatoknak ún. hatáslánc elemzést kell felállítaniuk. A kockázati lánc felépítésében meg kell határozni a külföldi működőtőke és pénztőke beáramlás kritikus értékét, a gazdasági növekedés túlfűtöttségének a kritikus értékét, a nemzeti valuta le és felértékelésének kritikus értékét, melyek elvezetnek az inputpiac összeomlásáig, az export visszaesésig, melynek következtében az egész régió gazdasági visszaesésével számolhatunk.
7. Az akut tőkehiány leküzdésére szükséges a különböző likvid források bevonása. A rászoruló vállalkozások igen nagy hányadának a megoldást a kockázati tőke bevonása jelenti. A kockázati tőkével való finanszírozás sajátossága, hogy nem kötődik hozzá olyan visszafizetési kötelezettség, mint a hitelhez. Az irodabútor szakágazatban a kockázati tőketársaságok befektetései nemcsak pénzügyi erőforrásokat biztosítanak a vállalat számára, hanem egyéb támogatásokat is nyújtanak, mint pl. a marketing, emberi erőforrás menedzselése, pénzügyi stratégiai koncepció kialakítása és megvalósítása.
8. A projektben történő vállalati termelés megköveteli az alkalmazottak szakmai tudásának feltárását. Hatékony lehet és időt megtakarító a „tudás tőke térképek” felállítása, amelyben a munkaerő esetlegesen meglévő több szakmai felkészültségét is jelzik. Így a vállalatnál felhalmozott tudás pontosan nyomon követhető, a keresett tudás hol található, kinek a fejében, melyik részlegnél, mely polcon, az adatbázis melyik szakaszában.
9. A projektben történő munkavégzést növelheti a „munkakör gazdagítás”. Ha a vállalat alkalmazottja több szakmával rendelkező munkaerő, a teljesítmény intenzitása növelhető, különösen akkor, ha a meglévő termelő berendezések lehetőséget biztosítanak tudásuk kihasználására. Amennyiben a vállalat rövid távban gondolkodik, olyan szakmák elsajátítását kell támogatni, amelyek beilleszkednek a cég profiljába, hosszabb távú tervezés esetében a vállalati profil vertikális vagy horizontális diverzifikációjának lehetőségei a mérvadók. A több szakma elsajátításának támogatása munkaidő kedvezményel és a költségek egészének vagy részének átvállalásával történhetne.

10. A vállalatoknál folytatott marketing munkának a megreformálása szükségeltetik. A kiszámíthatatlan recessziós folyamatok közepette, a rossz döntések elkerülése érdekében, a cégvezetők Magyarországon és világszerte szeretnék még célzottabb iránymutatást kapni. Több információt, tanácsot igényelnek. Marketing felfogásuknak át kell alakulnia. A piackutatásnak át kell formálódnia olyan korszerű piackutató- tanácsadó és média konglomerátummá, amely az ügyfélnek az alapkutatástól a döntéselőkészítő tanácsadásig valóban teljes kiszolgálást nyújt. A jövő az ilyen komplex marketing és adatszolgáltató információs birodalmaké.
11. A pénzügyi folyamatok és a marketing kapcsolata új képzési módokat kíván. A felsőoktatásban a posztgraduális képzés keretében képelem el olyan szakemberek képzését, akik otthonosan mozognak mindkettő területen. Ismertnek kell lenniük a számvitel, a pénzügyi elemzés, vállalatgazdaság és természetesen a marketing minden területével. Ezen két tudományág összekapcsolásával és oktatásával olyan szakemberek képződnek, akik „matematizálják” a marketing területét, s ezzel a vállalatok pénzügyi döntéseinek alapját adják a marketingkutatás eredményeinek összekapcsolásával.
12. A globalizáció és az EU-ba való belépésünk, a technikai fejlődés a vállalatgazdaságtanban paradigma váltást kényszerít ki. A korábbi paradigmák megcsontosodása a vállalat versenyképességének csökkenésével járhat, sőt akár bukásához is vezethet. A paradigmaváltás következtében meg kell hogy történjen a munka és minőségi fegyelem, a folyamatos munkaintenzitás, a magas szakmai színvonal és az idő értékrendjének az átalakulása. A változásra, döntésre való készség fejlesztése, a kommunikációs készség fejlesztése, a munkacsoportban való részvétel hatékonyabbá tétele, az alapvető erkölcsi normák betartása, melyek a vállalat egészének értékrendjét, önazonosságát, kultúráját befolyásolják.
13. A vállalati érték meghatározását ki kell terjeszteni a vevői szegmens oldaláról történő megközelítésre. A vevő jobb minőséget, alacsonyabb költségeket, gyorsabb szállítást, nagyobb rugalmasságot, magasabb színvonalú szolgáltatást vár el, mert elégedettsége nő, ha nagyobb értéket tud realizálni, mint a ráfordítása, költségei. A vevő értékítéletén alapuló piaci oldalról való vállalatértékelés kiegészíti a jövedelemtermelő képessége általi értékelést, s a kettő átfogóbb képet nyújt a vállalat valódi értékéről.

Az EU-ba való belépésünkkel azonban nem gondolhatjuk azt, hogy automatikus ígéret és garancia lesz. Igaz, hogy az üzleti környezet bizonyos elemei már nem változnak, más változások pedig a belépés után csak hosszabb távon jelentkeznek. Az UNIÓ belső piacán a szereplés új, jóval kiélezettebb versenyhelyzetet teremt. Az új helyzet a vállalkozástól tudatos alkalmazkodást kíván, újfajta fegyelemnek kell érvényesülnie, s bizonyos értelemben a jelenlegiektől eltérő játékszabályokat kell alkalmazni.

A disszertáció erre próbál utat mutatni, hogy alkalmazkodni és nyerni tudjunk.

Publikációk az értekezés témakörében

VALUTION OF COMPANIES

3 International Conference of PhD students.

University of Miskolc, 13-19 august 2001.

p. 381-384. Miskolc

THE HUMANRESOURCE AS A COMPANY VALUE AND COMPETITIVE BASE IN THE 21 ST.

MicroCAD International Scientific Conference 2002

University of Miskolc 7-8 Marc 2002.

p. 67-71. Miskolc

VÁLLALATI ÉRTÉKELEM A MUNKAERŐ?

In: Humánpolitikai Szemle Személyügyi menedzserfolyóirat 2002/1. sz. p. 42-46.

Budapest, Mont Humán Menedzser Iroda Kft.

A TÁRSADALMI TŐKE MINT VERSENYTÉNYEZŐ

In: Gazdaság és Társadalom (Társadalomtudományi Folyóirat) 2002/2. sz. p. 208-220.

Budapest, Prognosis 2000 Alapítvány

VÁLLALKOZÁSOK VERSENYKÉPESSÉGÉRE HATÓ TÉNYEZŐK

In: Totális marketing avagy a marketing kiteljesedése. p. 184-204.

Miskolc, Miskolci Egyetem Marketing Intézet 2003.

I. sz. melléklet

e Ft

	1997	1998	1999	2000	2001
ANYAGKTG. IGÉNYBEVETT ANYAGJELL. SZOLG.	435398	629653	550337	677569	10091
TÜZELŐANYAG		7505	11099	10128	12491
SZERSZAMOK		4713	4039	5374	5691
ÜZEMANYAG		7058	7977	10374	9494
TGK ALKATRÉSZEK		1011	1381	644	
TISZTÍTÓSZEREK		435	656	1346	4378
IRODASZEREK		2365	2208	3300	3208
SZÁMÍTÓGÉPES NYOMTATVÁNY		1385	1907	2409	2287
POSTA KTG		1006	1151	1459	2122
TELEFON, FAX		7811	8451	10484	13242
SZÁMÍTÓGÉPES FELD. KTG.		861	940	1336	251
ALKALMAZOTTAK UTIKTG.		235	984	1392	
ÉRTÉKESÍTŐK UTIKTG		261	577	390	
SZALL. KTG. SAJÁT		652	72	507	
SZALL. KTG. BE		502	828	233	
GARANCIÁLIS JAV. KTG.		33	129		65
VASAROK KTG.		3595	5385	5351	
EGYÉB IGAZG. KTG.		4457	1695	1762	17063
SZALL. KTG.		20601	10252	19	
SAJÁT TERMÉK KISZALL. KTG.		43813	45681	4001	
GAZ				1720	2981
ARAM				19703	21440
VÍZ				1371	2567
STÚDIÓK				1013+529+2356= 3898	EGYÉB ANYAGOK 16482+489 CSOMAGOLÓ ANYAGOK 38885 ÖSSZESEN: 55856
JAVÍTÁSI KTG. + KARBANTARTÁSI KTG.				6065+4383+631+1235+6318+741=19373	
KÖZVETETT	74888 17,2%	108299 17,2%	105412 19,15%	60509+46065=106574 15,75%	153136 15,17%
KÖZVETLEN	36510 82,8%	521354 82,8%	444925 80,85%	570995 84,27%	856024 84,83%

BÉR + JÁRULÉKOK

e Ft

	1997	1998	1999	2000	2001
BÉRTG.	88755	126959	128273	157152	173494
SZEMÉLYI JELL. KIFIZET.	11161	13260	17506	15933	15612
TÁRSADALOMBIZT. JÁRULÉK BÉRJÁRULÉKOK	35434	50138	43485	52776	69883
ÖSSZESEN:	135350	190357	189264	225861	258989
IDŐBÉR		69186	68104	78900	
TULÓRA		2376	1296	2715	
ALKALMAZOTTAK BÉRE		50506	52792	63008	163498
ALKALMAZOTTAK JUTALÉKA		3582	4300	6558	KERESKEDŐK JUTALÉKA 8112
ÁLLOMÁNYON KÍVÜLI BÉR		1309	527	859	
STÚDIÓ NYÍREGYHÁZA			853	2175	
STÚDIÓ DEBRECEN			402	2165	
STÚDIÓ MISKOLC				772	
BÉRKÖLTSÉG	37099,59 41,8%	54088 42,60%	58347 45,49%	74678 47,53%	83502,66 48,13%
	51655,41 58,2%	72871 57,40%	69926 54,51%	82474 52,47%	89991,34 51,87%
SZEMÉLYI + JÁR.	19476,71	27007,55	27744,8	32657,39	41148,74
	27118,29	36390,45	33246,2	36051,61	44346,26
ÖSSZESEN:	56576,3 41,8%	81095,55 42,6%	86091,8 45,49%	107335,39 47,53%	124651,41 48,13%
	78773,7	109261,5	1031742	118525,61	134337,6

2/b. sz. melléklet

ÉCS (Értékcsökkenés)

	1997	1998	1999	2000	2001
ÖSSZESEN	15879	16489	19707	24638	37368
KÖZVETETT	9895 62,31%	10091 61,2%	12775 64,82%	14824 60,17%	20075 53,72%
KÖZVETLEN	5984 37,69%	6398 38,8%	6932 35,18%	9814 39,83%	17293 46,28%

e Ft

3. sz. melléklet

	1997	1998	1999	2000	2001
ÁRBEVÉTEL	925813	1430121	1287169	1612162	1707357
AKTIVÁLT SAJÁT TELJESÍTMÉNY ÉRTÉKE	5117	1219	7589	6497	15002
I.	930930	1428902	1294758	1605665	1722359
ANYAGKÖLTSÉG	360510	521354	444925	570995	856024
BÉRKÖLTSÉG	78774	109261	103172	118526	134338
ÉCS	5984	6398	6932	9814	17293
ELÁBÉ	86297	237055	152041	227322	204096
ALVÁLLALKOZÓI TELJESÍTMÉNY ÉRTÉKE	47727	75751	82289	116480	-
EGYÉB KÖLTSÉG	85674	115912	174302	189241	-
KÖZVETLEN KÖLTSÉG	664966	1065731	963661	1232378	1211751
III. ÉRTÉKESÍTÉS BRUTTO EREDMÉNYE					
ANYAGKÖLTSÉG	74888	108299	105412	106574	153136
BÉRKÖLTSÉG	56576	81096	86092	107335	124651
ÉCS	9895	10091	12775	14824	20075
IV. KÖZVETETT KÖLTSÉG	141359	199486	204279	228733	297862
EGYÉB BEVÉTEL	15568	26731	36644	27566	26863
EGYÉB RÁFORDÍTÁS	38053	49839	40484	50019	36345
ÜZEMI TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE: I-II-IV + EGYÉB BEVÉTEL - EGYÉB RÁFORDÍTÁS	102120	140577	122978	122101	203264
EGYÉB BEVÉTEL	15568	26731	36644	27566	26863
EGYÉB RÁFORDÍTÁS	38053	49839	40484	50019	36345
KORRIGÁLT ÜZEMI EREDMÉNY	124605	163685	126818	144554	212746

NEM A MŰKÖDÉSHEZ SZÜKSÉGES TÉTELEK

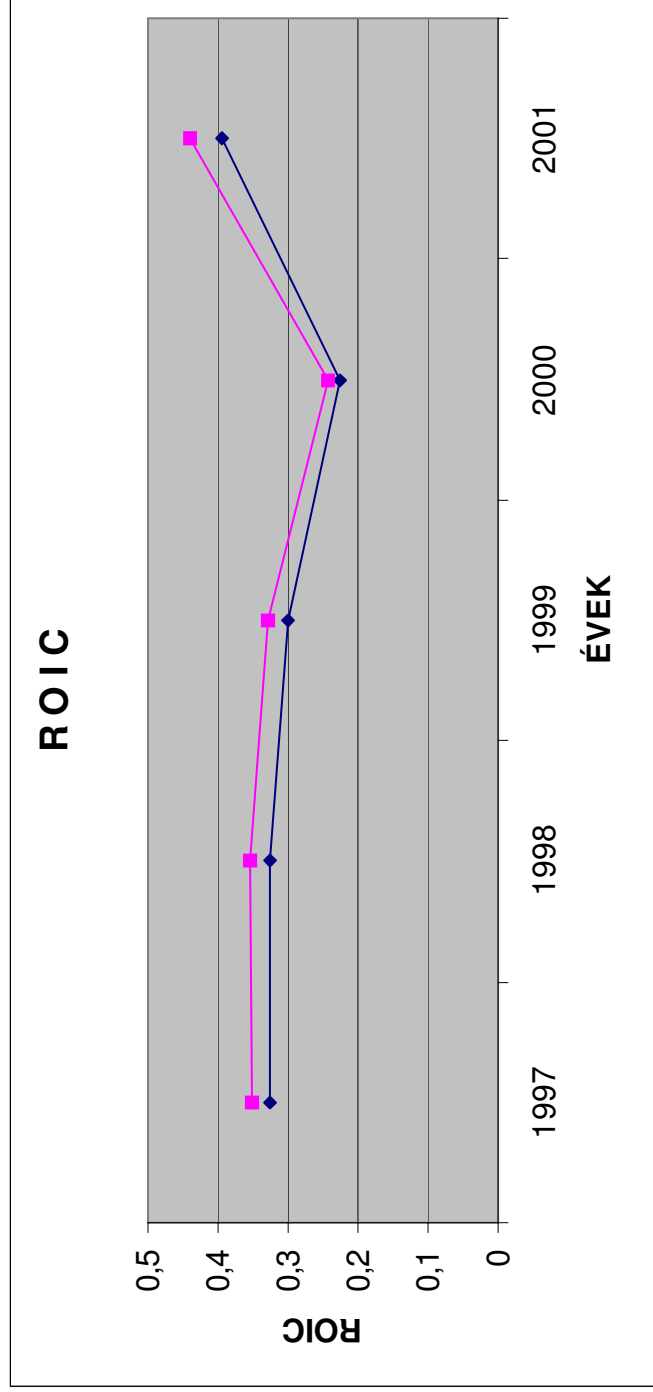
e Ft

	1997	1998	1999	2000	2001
IMMATERIÁLIS JAVAK	6102	4853	11799	10716	18793
SZOFTVERTERMÉKEK	-	-	-	-	-
TÁRGYI ESZKÖZÖK	98299	133492	184872	195370	219068
IRODAÉPÜLET		22853*0,8 805=2012 2066	25288000* 0,851=215 20088	25288000* 0,8569=21 669287	26939000* 0,836=285 21004
JÓLÉTI ÉPÜLET		73000*0,8 805 =64276,5	73000*0,8 51 =62123	73000*0,8 569 =62553,7	73000*0,8 36 =61028
EGYÉB ÉPÍTMÉNYEK		8110600*0 ,8805=714 1383	9933080*0 ,851 =8453051	16515080* 0,8569=14 151772	23206780* 0,836=194 00868
JÁRMŰVEK TKG.		4776700- 2751238 =2025462	4776700- 3572578 =1204122	4776700- 4084895 =691805	4384000- 4153393 =230607
JÁRMŰVEK SZGK.		7673600- 5234604 =2438996	5182600- 4133426 =1049174	7262600- 4726844 =2535756	13961300- 9583113 =4378187
		3,2E+07	3,2E+07	3,9E+07	4,7E+07
NEM A MŰKÖDÉSHEZ SZÜKSÉGES TÁRGYI ESZKÖZ	23592 24%	31792 24%	32289 18%	39111 20%	46592 21%
NEM A MŰKÖDÉSHEZ SZÜKSÉGES TÁRGYI ESZKÖZ AMORTIZÁCIÓJA	3811	3957	3547	4928	7847
NEM A MŰKÖDÉSHEZ SZÜKSÉGES BRUTTÓ TÁRGYI ESZKÖZ	27403	35749	35836	44039	54439

**NOPLAT
ROIC= BEFEKTETETT
TŐKE**

e Ft

	1997		1998		1999		2000		2001	
ROIC	101391	=0,3267	125939	=0,326	105944	=0,299	115210	=0,226	176132	=0,395
	310323		386556		354562		510516		445730	
	<u>101391</u>	=0,3519	<u>125939</u>	=0,355	<u>105944</u>	=0,329	<u>115210</u>	=0,244	<u>176132</u>	=0,441
	288124		354764		322273		471405		399138	



ROIC SZÁMÍTÁS					e Ft
EBIT / ÁRBEVÉTEL					
1997	1998	1999	2000	2001	
<u>124605</u> 930930 13,39 %	<u>163685</u> 1428902 11,46 %	<u>126818</u> 1294758 9,79 %	<u>144554</u> 1605665 9,0 %	<u>212746</u> 1722359 12,35 %	
ADÓZÁS ELŐTTI ROIC					
1997	1998	1999	2000	2001	
13,39* 3,23 43,25	11,46* 4,03 46,18	9,79* 4,02 39,36	9,0* 3,40 30,6	12,35* 4,31 53,35	
ADÓZÁS UTÁNI ROIC					
1997	1998	1999	2000	2001	
43,25* 0,8137 35,19	46,18* 0,7694 35,98	39,36* 0,8354 32,9	30,6* 0,797 24,4	53,35* 08279 44,2	
ÁRBEVÉTEL / BEFEKTETETT TŐKE					
1997	1998	1999	2000	2001	
<u>930930</u> 287714 3,23	<u>1428902</u> 354764 4,03	<u>1294758</u> 322273 0,04	<u>1605665</u> 471405 0,03	<u>1722359</u> 399138 0,04	
KÉSZPÉNZES ADÓFIZETÉSI RÁTA AZ EBIT UTÁN					
1997	1998	1999	2000	2001	
18,63 81,37	23,06 76,94	16,46 83,54	20,3 79,7	17,21 82,79	

7. sz. melléklet

ROIC SZÁMITÁS				e Ft
ÉRTÉKESÍTETT TERMÉKEK KÖZVETLEN KTG / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>664966</u>	<u>1065732</u>	<u>963661</u>	<u>1232378</u>	<u>121175</u>
930930	1428902	1294758	1605665	172235
71,43 %	75,58 %	74,43 %	76,75 %	70,35 %
AMORTIZÁCIÓ / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>5984</u>	<u>6398</u>	<u>6932</u>	<u>9814</u>	<u>17293</u>
930930	1429902	1294758	1605665	172235
0,64 %	0,45 %	0,54 %	0,61 %	0,01 %
ÉRTÉKESÍTÉS ÁLT. ÉS ADMIN.KTG./ÁRBEV.				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>141359</u>	<u>199485</u>	<u>204278</u>	<u>228733</u>	<u>297862</u>
930930	1428902	1294758	1605665	1722359
15,18 %	13,96 %	15,77 %	14,25 %	9,49 %
AZ ALAPTEVÉKENYSÉGHEZ KAPCSOLÓDÓ MŰKÖDŐ TŐKE/ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>206944</u>	<u>251832</u>	<u>127631</u>	<u>281218</u>	<u>163488</u>
930930	1428902	1294758	1605665	1722359
22,23 %	17,62 %	9,58 %	17,51 %	9,49 %
TÁRGYI ESZKÖZÖK NETTÓ ÉRTÉKE/ÁRBEV.				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>45690</u>	<u>101700</u>	<u>152583</u>	<u>156259</u>	<u>172476</u>
930930	1420902	1294758	1605665	1722359
8,1 %	7,1 %	11,78 %	9,73 %	10,01 %
EGYÉB ESZKÖZÖK / ÁRBEVÉTEL				
1997	1998	1999	2000	2001
<u>1022</u>	<u>3621</u>	<u>30260</u>	<u>23212</u>	<u>44381</u>
930930	1428902	1294758	1605665	1722359
0,1 %	0,25 %	2,34 %	1,45 %	2,58 %

8. sz. melléklet

TŐKESZERKEZET

SAJÁT TŐKE
SAJÁT TŐKE + IDEGEN TŐKE
 ↓
KÖTELEZETTSÉGEK
CÉLTARTALÉK
PASSZÍV IDŐBELI ELHATÁROLÓDÁS

	1997		1998		1999		2000		2001	
	200292	=0,40	253450	=0,38	253450	=0,33	344332	=0,46	344319	=0,31
	20292+285316		253450+375709		253450+488675		344332+372016		344319+731399	
	+12991+3545		+21734+8470		+16097+7003		+21032+12056		+794+18534	

e Ft

HITELFELVÉTELI KAMATLÁB

	1997		1998		1999		2000		2001	
	8301	=0,49	7704	=0,035	4937	=0,0139	6158	=0,024	2800	=0,00466
	235316-118286		375-159270		488675-134262		372016-117299		731399-103933	

e Ft

ÉVEK	TŐKEKÖLTSEG
1997	0,4*0,4+0,6*0,49=0,189
1998	0,38*0,41+0,62*0,35=0,177
1999	0,33*0,37+0,67*0,0139=0,133
2000	0,46*0,26+0,54*0,024=0,123
2001	0,31*0,49+0,33*0,0466=0,196

JÖVEDELMEZŐSÉGI MUTATÓK

e Ft

	1997	1998	1999	2000	2001
ESZKÖZARÁNYOS NYERESÉG ROA	$\frac{80}{[387+502]}:2$ =0,18	$\frac{103}{[502+659]}:2$ =0,18	$\frac{95}{[659+765]}:2$ =0,13	$\frac{91}{[763+749]}:2$ =0,12	$\frac{168}{[749+1035]}:2$ =0,18
SAJÁT TŐKE ARÁNYOS ROE	$\frac{80}{[171+200]}:2$ =0,43	$\frac{103}{[200+253]}:2$ =0,45	$\frac{95}{[253+253]}:2$ =0,38	$\frac{91}{[253+344]}:2$ =0,30	$\frac{168}{[344+344]}:2$ =0,49
ÁRBEVÉTEL ARÁNYOS NYERESÉG	$\frac{80}{931}$ =0,086	$\frac{103}{1429}$ =0,072	$\frac{95}{1295}$ =0,073	$\frac{91}{1606}$ =0,057	$\frac{168}{1722}$ =0,096
BRUTTÓ NYERESÉGRÉS (FEDEZETI MUT.)	$\frac{266}{931}$ =0,29	$\frac{363}{1129}$ =0,25	$\frac{331}{1295}$ =0,26	$\frac{373}{1606}$ =0,33	$\frac{551}{1722}$ =0,30
ÜZEMI NYERESÉGRÉS	$\frac{102}{931}$ =0,11	$\frac{141}{1429}$ =0,099	$\frac{132}{1295}$ =0,095	$\frac{122}{1606}$ =0,076	$\frac{203}{1722}$ =0,12

ROA = $\frac{\text{ADÓZOTT EREDMÉNY}}{\text{ÁTLAGOS ESZKÖZALLOMÁNY}}$ ROE = $\frac{\text{ADÓZOTT EREDMÉNY}}{\text{ÁTLAGOS SAJÁT TŐKE}}$ ÁRBEVÉTEL ARÁNYOS NYERESÉG = $\frac{\text{ADÓZOTT EREDMÉNY}}{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}$ = ROSBRUTTÓ NYERESÉGRÉS = $\frac{\text{BRUTTÓ NYERESÉG}}{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}$ ÜZEMI NYERESÉGRÉS = $\frac{\text{ÜZEMI NYERESÉG}}{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}$

10/a. sz. melléklet

ROA = $\frac{\text{ÉRTÉKESÍTÉSI ÁRBEVÉTEL}}{\text{ÖSSZES ESZKÖZ}}$ * $\frac{\text{ADÓZOTT NYERESÉG}}{\text{ÉRTÉKESÍTÉS ÁRBEVÉTELE}}$

	1997	1998	1999	2000	2001
ROA	1,85*0,086=0,16	2,17*0,072=0,16	1,69*0,073=0,12	2,14*0,057=0,12	1,57*0,096=0,15

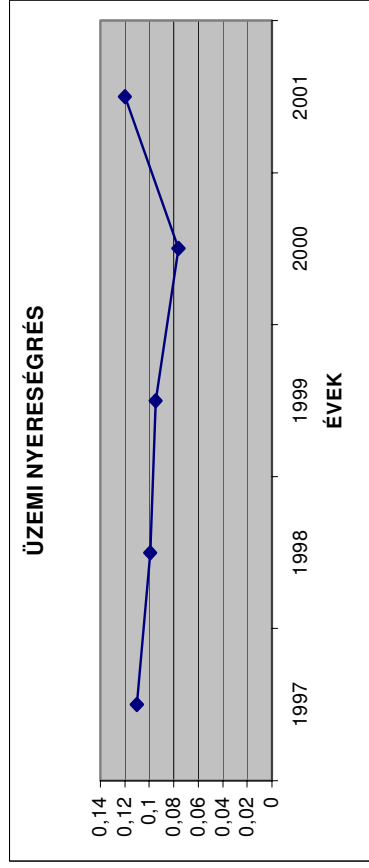
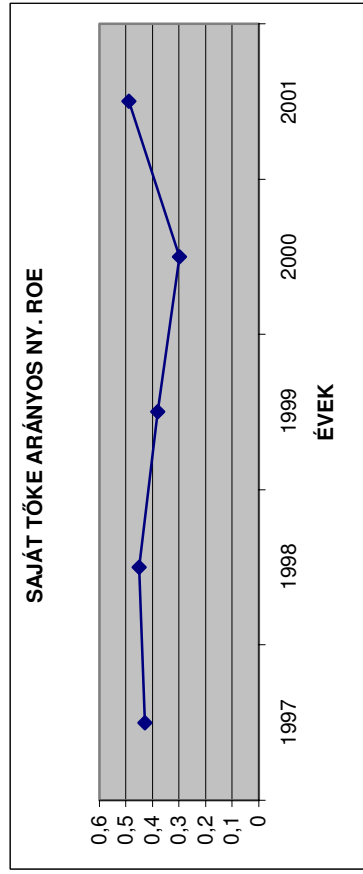
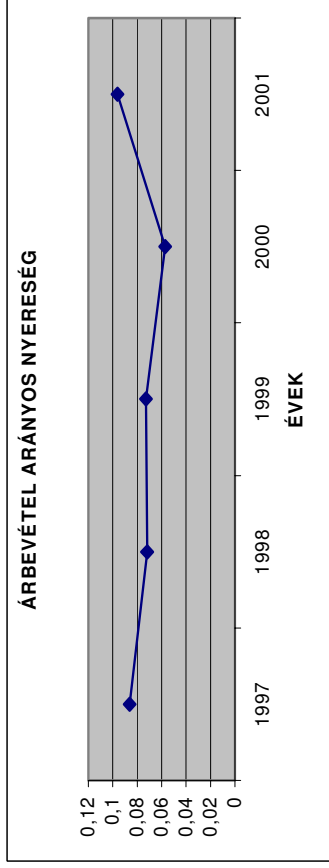
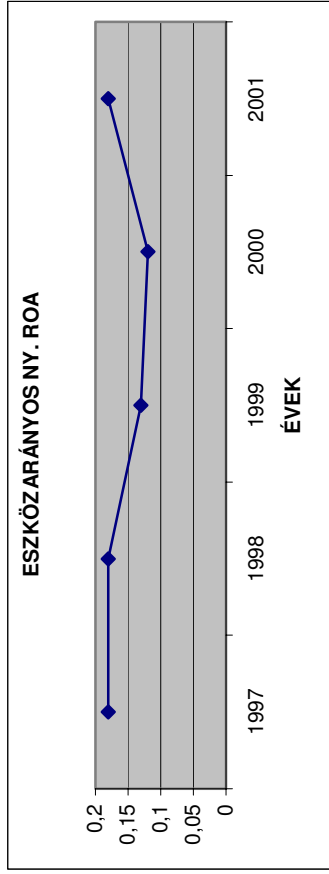
e Ft

ROE = ROA * $\frac{\text{ÖSSZES ESZKÖZ}}{\text{ÖSSZES IDEGEN TŐKE}}$

	1997	1998	1999	2000	2001
ROE	0,16*2,41=0,39	0,16*2,56=0,41	0,12*2,85=0,34	0,12*2,53=0,30	0,15*5,19=0,78

e Ft

10/b sz. melléklet



HATÉKONYSÁGI MUTATÓK (FORGÁSI)

e Ft

	1997		1998		1999		2000		2001	
ÖSSZES ESZKÖZ FORGÁSA	931 502	=1,85	1429 659	=2,17	1295 765	=1,69	1606 749	=2,14	1722 1095	=1,57
KÉSZLETEK FORGÁSI SEBESSÉGE	579 [117+120]:2	=4,89	950 [120+130]:2	=7,6	789 [130+140]:2	=5,84	1043 [140+149]:2	=7,22	1212 [149+179]:2	=7,39
ÁTLAGOS BESZEDÉSI IDŐ	[165+176]:2 931:365	=66,86	[176+323]:2 1429:365	=63,65	[323+256]:2 1295:365	=81,55	[256+257]:2 16061:365	=58,29	[257+189]:2 1722:365	=47,25
SZÁLLÍTÓK FORGÁSI SEBESSÉGE	931 [72+118]:2	=9,8	1429 [118+159]:2	=10,32	1295 [159+134]:2	=8,84	1606 [134+117]:2	=12,80	1722 [117+131]:2	=13,89
FORGÓTÓKE FORGÁSI SEBESSÉGE	931 [(386-175)+ (290-122)]:2	=4,91	1429 [(503-243)+ (386-175)]:2	=16,07	1295 [(522-388)+ (386-175)]:2	=7,50	1606 [(499-206)+ (522-388)]:2	=7,52	1722 [(812-630)+ (499-206)]:2	=7,25

FORGÓTÓKE FORGÁSI SEBESSÉGE =

$$\frac{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}{\text{NETTÓ FORGÓTÓKE ÁTLAGOS ÁLLOMÁNYA}}$$

ÖSSZES ESZKÖZ FORGÁSA =

$$\frac{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}{\text{ÖSSZES ESZKÖZERTÉK}}$$

KÉSZLETEK FORGÁSI SEBESSÉGE =

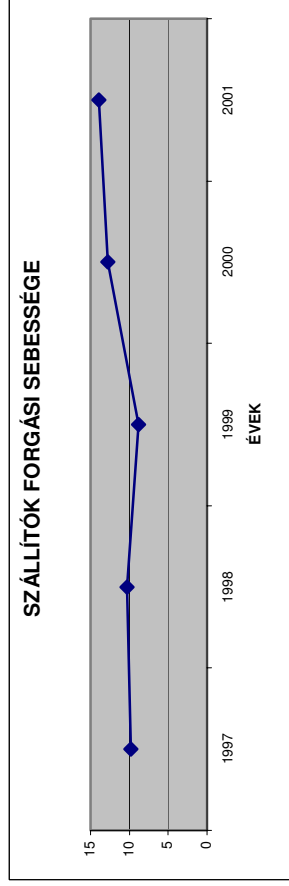
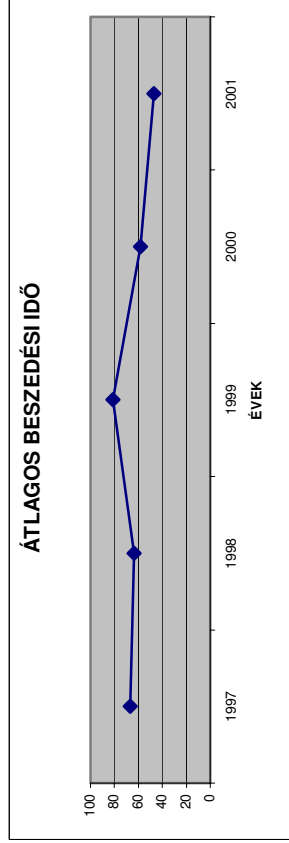
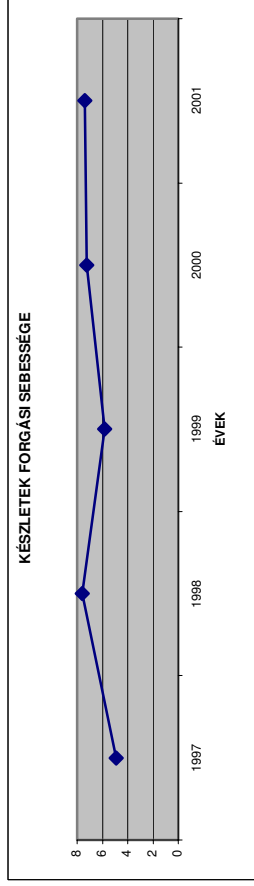
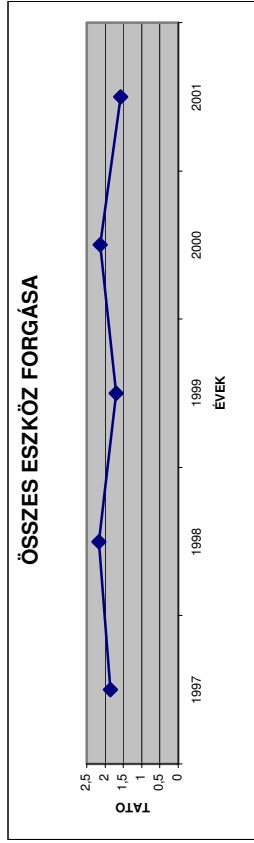
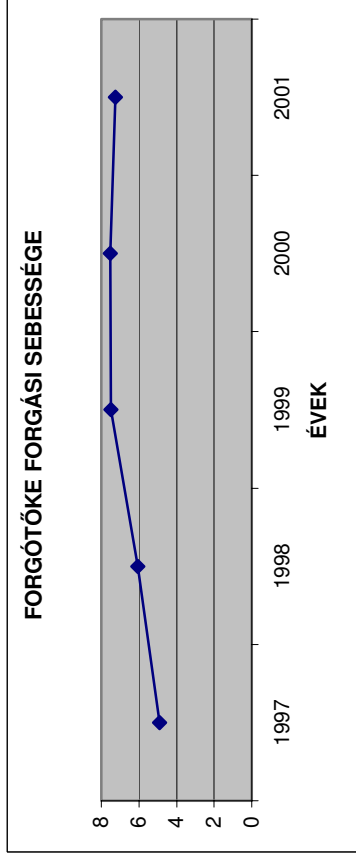
$$\frac{\text{ÉRTÉKESÍTÉS KÖZVETLEN ÖNKÖLTSÉGE}}{\text{RÉSZLETEK ÁTLAGOS ÁLLOMÁNYA}}$$

ÁTLAGOS BESZEDÉSI IDŐ =

$$\frac{\text{ÁTLAGOS VEVŐÁLLOMÁNY}}{\text{ÁTLAGOS NAPI ÁRBEVÉTEL}}$$

SZÁLLÍTÓK FORGÁSI SEBESSÉGE =

$$\frac{\text{NETTÓ ÁRBEVÉTEL}}{\text{SZÁLLÍTÓK ÁTLAGOS ÁLLOMÁNYA}}$$



TŐKEÁTTÉTELI MUTATÓK

e Ft

	1997		1998		1999		2000		2001	
SAJÁT TŐKE ARÁNY	$\frac{200}{502}$	=0,40	$\frac{253}{659}$	=0,38	$\frac{253}{765}$	=0,33	$\frac{344}{749}$	=0,46	$\frac{344}{1095}$	=0,31
IDEGEN TŐKE - SAJÁT TŐKE ARÁNY	$\frac{110}{200}$	=0,55	$\frac{133}{253}$	=0,53	$\frac{101}{253}$	=0,40	$\frac{166}{344}$	=0,48	$\frac{101}{344}$	=0,30
KAMATFEDEZETTSÉGI MUTATÓ	$\frac{(98+8)+16}{8}$	=15,25	$\frac{(134+7)+16}{7}$	=22,43	$\frac{(114+5)+20}{5}$	=27,8	$\frac{(114+6)+25}{6}$	=24,16	$\frac{(203+3)+37}{3}$	=81,00

		LIKVIDITÁSI MUTATÓK								e Ft
		1997		1998		1999		2000		
LIKVIDITÁSI RÁTA	$\frac{386}{175}$	=2,21	$\frac{503}{243}$	=2,07	$\frac{522}{388}$	=1,35	$\frac{499}{206}$	=2,42	$\frac{812}{630}$	=1,29
LIKVIDITÁSI GYORSRÁTA	$\frac{386-120}{175}$	=1,52	$\frac{503-120}{243}$	=1,58	$\frac{522-140}{388}$	=0,98	$\frac{499-149}{206}$	=1,70	$\frac{812-179}{630}$	=1,00
PÉNZESZKÖZ ARÁNY	$\frac{386-120-184}{175}$	=0,47	$\frac{503-120-349}{243}$	=0,14	$\frac{522-140-282}{388}$	=0,26	$\frac{499-149-303}{206}$	=-0,23	$\frac{812-179-300}{630}$	=-0,53
IDŐTARTAM MUTATÓ	$\frac{386-120}{[445+5796-38]:365}$	=99,25	$\frac{503-120}{[637+9506-50]:365}$	=91,40	$\frac{522-140}{[555+7897-40]:365}$	=107,60	$\frac{499-149}{[699+104310-50]:365}$	=75,92	$\frac{812-179}{[1007+1212-17-36]:365}$	=106,75

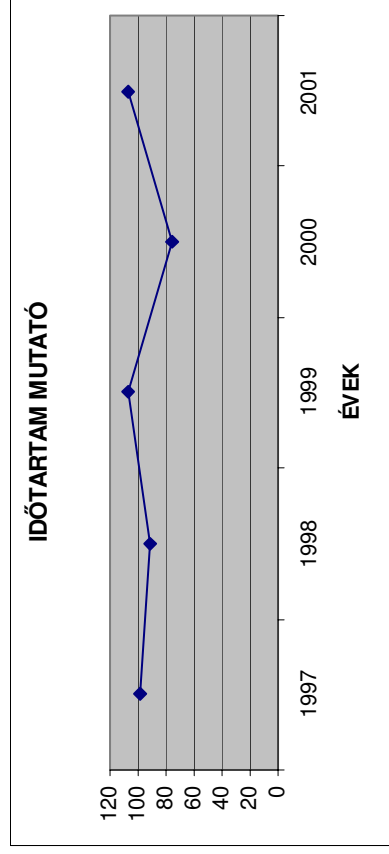
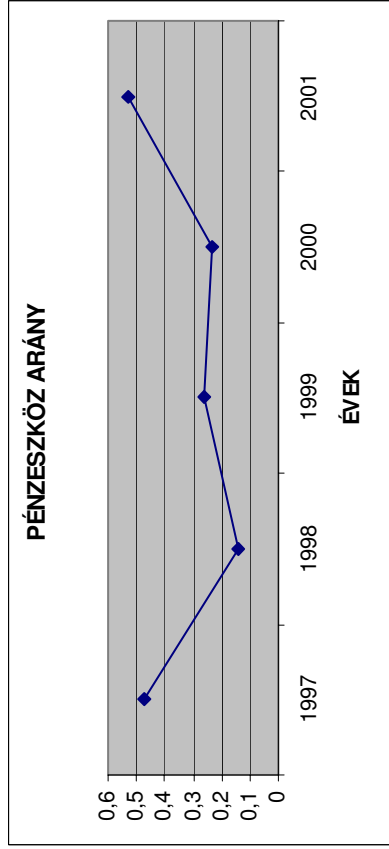
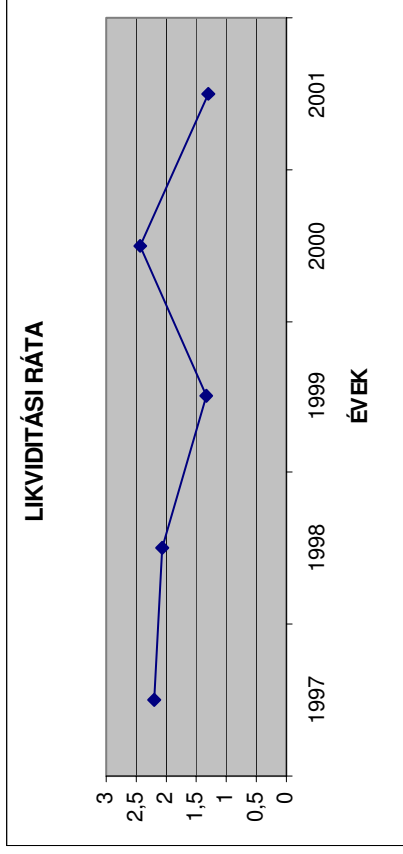
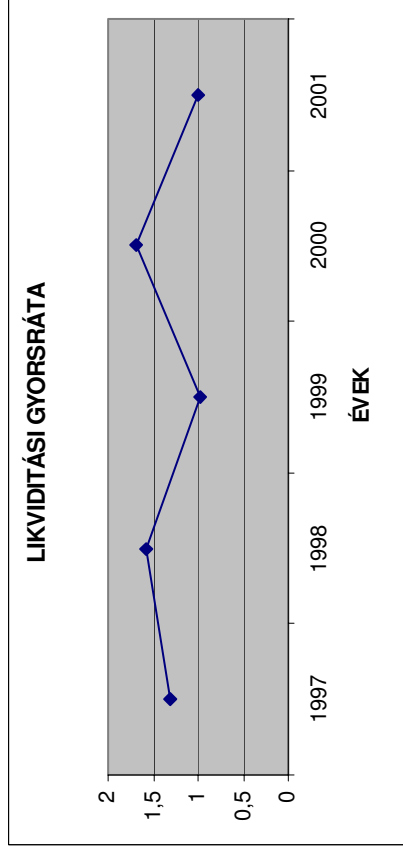
LIKVIDITÁSI RÁTA = $\frac{\text{FORGÓESZKÖZÖK}}{\text{RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK}}$

LIKVIDITÁSI GYORSRÁTA = $\frac{\text{FORGÓESZKÖZ KÉSZLETEK}}{\text{RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK}}$

PÉNZESZKÖZ ARÁNY = $\frac{\text{FORGÓESZKÖZ KÉSZLETEK-KÖVETELÉSEK}}{\text{RÖVID LEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK}}$

IDŐTARTAM MUTATÓ = $\frac{\text{FORGÓESZKÖZ KÉSZLETEK}}{\text{NAPI ÁTLAGOS MŰKÖDÉSI KIADÁSOK}}$

13/b. sz. melléklet



14. sz. melléklet

**NÖVEKEDÉSI
ARÁNY**

**ABSZOLÚT NÖVEKEDÉS = ÖSSZES TŐKE_Z - ÖSSZES TŐKE_{NY} -
KORREKCIÓS TÉNYEZŐ**

**KORREKCIÓS FAKTOR = ÖSSZES TŐKE_{NY} (INFLÁCIÓS
INDEX₂+NÖVEKEDÉSI INDEX₂)**

**Z: VIZSGÁLT ÜZLETI
ÉV VÉGE (ZÁRÓ)**

NY: VIZSGÁLT ÜZLETI ÉV ELEJE (NYITÓ)

e Ft

MEGNEVEZÉS	1997	1998	1999	2000	2001
ÖSSZES TŐKE _{NY}	387	502	659	765	749
ÖSSZES TŐKE _Z	502	659	765	749	1095
INFLÁCIÓS INDEX	20,1	11,3	5,1	11,6	5,2
NÖVEKEDÉSI INDEX	4,6	4,9	4,2	5,2	3,8
KORREKCIÓS FAKTOR	387 (0,2044+0,046)=96,8	502 (0,113+0,049)=81,3	659 (0,051+0,042)=61,3	765 (0,116+0,052)=128,5	749 (0,052+0,038)=67,4
ABSZOLÚT NÖVEKEDÉS	211,8	238,3	167,3	112,5	413,4

INFLÁCIÓS INDEX: IPARI TERMELŐI

ÁRINDEX

NÖVEKEDÉSI INDEX: A GDP ALAKULÁSA AZ

ELŐZŐ ÉV %-BAN

EREDMÉNYKIMUTATÁS

e Ft

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
ÁRBEVÉTEL	1451253	1451253	1536621	1536621	1536621
AKTIVÁLT SAJÁT TELJESÍTMÉNY ÉRT.	15002	15002	15002	15002	15002
I.	1466255	1466255	1551623	1551623	1551623
ANYAG KTG	770422	770422	787540	787540	787540
BÉR KTG	120900	120900	123000	123000	123000
ÉCS	17293	17293	17293	17293	17293
ELÁBÉ	173482	173482	183686	183686	183686
A VÁLALKOZÓI TELJESÍTMÉNY	-	-	-	-	-
EGYÉB KTG	-	-	-	-	-
I. KÖZVETLEN KTG	1082097	1082097	1111520	1111520	1111520
I. ÉRTÉKESÍTÉS BRUTTÓ EREDMÉNYE	384158	384158	440103	440103	440103
ANYAGKTG	147776	147776	149307	149307	149307
BÉRKTG	120288	120288	121535	121535	121535
ÉCS	20075	20075	20075	20075	20075
V. KÖZVETETT KTG	288139	288139	290917	290917	290917
EGYÉB BEVÉTEL	32236	32236	32236	32236	32236
EGYÉB RÁFORDÍTÁS	29076	29076	29076	29076	29076
ÜZEMI TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE	99179	99179	99179	99179	99179
EGYÉB BEVÉTEL	32236	32236	32236	32236	32236
EGYÉB RÁFORDÍTÁS	29076	29076	29076	29076	29076
KORRIGÁLT ÜZEMI EREDMÉNY	96019	96019	149186	149186	149186

16. sz. melléklet

**MÉRLEG ESZKÖZÖK
BEFEKTETETT ESZKÖZÖK**

e Ft

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	18793	18793	18793	18793	18793
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	219068	219068	219068	219068	219068
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZK.	32000	32000	32000	32000	32000
FORGÓESZKÖZ					
KÉSZLETEK	152423	152423	161389	161389	161389
KÖVETELÉSEK	254947	254947	269944	269944	269944
ÉRÉTKPAPÍROK	-	-	-	-	-
PÉNZESZKÖZÖK	66550	66550	66550	66550	66550
AKTÍV IDŐBELI ELHAT.	13175	13175	13175	13175	13175
FORRÁSOK	756956	756956	780919	780919	780919
SAJÁT TŐKE	-	-	-	-	-
JEGYZETT TŐKE	200000	200000	200000	200000	200000
JEGYZETT, DE MÉG NEM FIZ.	-	-	-	-	-
TŐKETARTALÉK	60	60	60	60	60
EREDMÉNYTARTALÉK	144259	144259	144259	144259	144259
ÉRTÉKELESI TARTALÉK	-	-	-	-	-
MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	-	-	-	-	-
CÉLTARTALÉK	794	794	794	794	794
KÖTELEZETTSÉGEK	393309	393309	393309	393309	393309
HOSSZÚ LEJÁRATÚ KÖT.	101411	101411	101411	101411	101411
RÖVID LEJÁRATÚ KÖT.	291898	291898	291898	291898	291898
G. PASSÍV IDŐBELI ELHAT.	18534	18534	18534	18534	18534

17. sz. melléklet

NOPLAT

e Ft

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
NETTÓ ÁRBEVÉTEL	1,5E+07	1,5E+07	1551623	1551623	1551623
ÉRTÉKESÍTETT TERMÉK KÖZVETLEN KÖLTSÉGE	1082097	1082097	1111520	1111520	1111520
ÉRTÉKESÍTETT TERMÉK KÖZVETETT KÖLTSÉGE	288139	288139	190917	190917	190917
EBIT	96019	96019	149186	149186	149186
EBIT UTÁNI ADÓ	16525	16525	25675	25675	25675
NOPLAT	79494	79494	123511	123511	123511

18. sz. melléklet

EREDMÉNYKIMUTATÁS

e Ft

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
ÜZEMI EREDMÉNY	99179	99179	152346	152346	152346
PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELEI	1400	1400	1400	1400	1400
PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORDÍTÁSAI	1021	1021	1021	1021	1021
RENDKÍVÜLI BEVÉTEL	112	112	112	112	112
RENDKÍVÜLI RÁFORDÍTÁS	499	499	499	499	499
ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	99171	99171	152338	152338	152338
ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG	16859	16859	25897	25897	25897
ADÓZOTT EREDMÉNY	82312	82312	126441	126441	126441

NEM A MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ TÉTELEK

e Ft

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
EGYÉB BEVÉTEL	32236	32236	32236	32236	32236
EGYÉB RÁFORDÍTÁS	29076	29076	29076	29076	29076
RENDKÍVÜLI BEVÉTEL	112	112	112	112	112
RENDKÍVÜLI RÁFORDÍTÁS	499	499	499	499	499
PÉNZÜGYI MŰVELETEK BEVÉTELE	1400	1400	1400	1400	1400
PÉNZÜGYI MŰVELETEK RÁFORDÍTÁS	1021	1021	1021	1021	1021
ÖSSZES	3152	3152	3152	3152	3152
ADÓ	542	542	542	542	542
NETTÓ ÖSSZES	2610	2610	2610	2610	2610
KAPOTT KAMATOK	641	641	641	641	641
ADÓ	110	110	110	110	110
NETTÓ KAPOTT KAMATOK	531	531	531	531	531
FIZETETT KAMATOK	2800	2800	2800	2800	2800
ADÓ	482	482	482	482	482
NETTÓ FIZETETT KAMATOK	2318	2318	2318	2318	2318
EBIT UTÁN FIZETENDŐ ADÓ	16525	16525	16525	16525	16525
ADÓFIZETÉSI KÖTELEZETTSÉG	16859	16859	16859	16859	16859
KAMATFIZETÉS ADÓVONZATA	482	482	482	482	482
KAPOTT KAMATOK UTÁN FIZETETT ADÓ	110	110	110	110	110
NEM A MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ ADÓ	926	926	814	814	814

MEGNEVEZÉS	2004	2005	2006	2007	2008
A MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ FORGÓESZKÖZ	473920	473920	497883	497883	497883
KAMATFIZETÉSEL NEM JÁRÓ RÖVIDLEJÁRATÚ FORRÁSOK	291898	291898	315861	315861	315861
MŰKÖDŐ TŐKE	182022	182022	182022	182022	182022
NETTÓ TÁRGYI ESZKÖZ	219068	219068	219068	219068	219068
EGYÉB MŰKÖDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ ESZKÖZÖK EGYÉB FORRÁSOKKAL CSÖKKENTETT ÖSSZEGE					
IMMATERIÁLIS JAVAK	18793	18793	18793	18793	18793
AKTÍV IDŐBELI ELHAT.	13175	13175	13175	13175	13175
PASSZÍV IDŐBELI ELHAT.	18534	18534	18534	18534	18534
CÉLTARTALÉK	794	794	794	794	794
MŰKÖDÉSBE BEFEKTETETT TŐKE	413730	413730	413730	413730	413730
MŰKÖDÉSHEZ NEM SZÜKSÉGES PIACKÉPES ÉRTÉKPAPÍROK	-	-	-	-	-
GOODWILL	-	-	-	-	-
A MŰKÖDÉSHEZ NEM KAPCSOLÓDÓ BEFEKTETÉSEK	32000	32000	32000	32000	32000
BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK					
BEFEKTETŐI FORRÁSOK ÖSSZESEN	445730	445730	445730	445730	445730
	<u>-46592</u>	<u>-46592</u>	<u>-46592</u>	<u>-46592</u>	<u>-46592</u>
	=399138	=399138	=399138	=399138	=399138

.....
.....
.....

Tisztelt Igazgató Úr!

A múlt évben az Önök cégénél ún. vállalati interjút készítettem a doktori dolgozatomhoz szükséges információk gyűjtése céljából.

Most még egyszer szeretném igénybe venni az Önök segítségét és türelmét, ezért kérem, hogy a mellékelt kérdőívet kitölteni és a címemre április 15-ig visszaküldeni szíveskedjenek.

Fáradozásukat előre is köszönöm,

Tisztelettel
Pápai Erzsébet
9300 Csorna
Bercsényi u. 10.

2003.03.16.

I. A KÖRNYEZETI VÁLTOZÁSOK MEGÍTÉLÉSE

I/1. A VÁLLALATI MŰKÖDÉS BIZONYTALANSÁGÁNAK MEGÍTÉLÉSE

A BIZONYTALANSÁG FORRÁSA	1997-1999.	2000-2002.	2003.
KÜLFÖLDI PIACOK			
BELFÖLDI PIACOK			
PÉNZÜGYI PIACOK			
KÜLFÖLDI SZÁLLÍTÓK			
BELFÖLDI SZÁLLÍTÓK			
MŰSZAKI FEJLŐDÉS			
JOGI SZABÁLYOZÁS			
TÁRSADALMI VÁLTOZÁSOK			
BELPOLITIKAI VÁLTOZÁSOK			
KÜLFÖLDI ÉS REGIONÁLIS POLITIKAI VÁLTOZÁSOK			
EGYÉB			
a)			
b)			

1. Nem forrása a bizonytalanságnak
2. Csekély mértékben
3. Közepes mértékben
4. Nagy mértékben
5. Rendkívül nagy mértékben bizonytalanság forrása az adott tényező

I/2. AZ EREDMÉNYES VÁLLALAT MŰKÖDÉSÉT BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK ÉRTÉKELÉSE

<u>Tényezők</u>	1997-1999.	2000-2002.	2003.
KORMÁNYZAT ÁLTALÁBAN			
GAZDASÁGPOLITIKA			
SZAKMINISZTERIUMI KAPCSOLAT			
BELPOLITIKAI HELYZET			
ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZET			

- 1. Jelentősen hátráltatja**
- 2. Csekély mértékben hátráltatja**
- 3. Közömbös**
- 4. Csekély mértékben segíti**
- 5. Jelentősen segíti**

I/3. A MŰKÖDÉST LEGINKÁBB BEFOLYÁSOLÓ KÖRNYEZETI TÉNYEZŐK

KÖRNYEZETI TÉNYEZŐK	1997-1999.	2000-2002.	2003.
FOGYASZTÓKKAL JÓ VISZONY			
BELSŐ PIAC			
SZÁLLÍTÓKKAL JÓ VISZONY			
GAZDASÁGPOLITIKA			
PÉNZÜGYI FORRÁSOK			
KÜLSŐ PIAC			
BESZERZÉSI LEHETŐSÉGEK			

- 1. Jelentősen hátráltatja**
- 2. Csekély mértékben hátráltatja**
- 3. Közömbös**
- 4. Csekély mértékben segíti**
- 5. Jelentősen segíti**

II. A VÁLLALATI STRATÉGIAI MAGATARTÁS BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐI

II/1. A VÁLLALAT CÉLJA A TULAJDONOS ÉS A MENEDZSMENTEK RÉSZÉRŐL EGYARÁNT

CÉL	1997-1999.	2000-2002.	2003.
A FOGYASZTÓK JÓ KISZOLGÁLÁSA			
MINÉL NAGYOBB PROFIT			
MEGFELELŐ SZERVEZETI FELÉPÍTÉS			
INNOVÁCIÓS CÉLOK			
HUMÁNPOLITIKAI CÉLOK			
HOSSZÚ TÁVÚ FENNMARADÁS A PIACON			
PIACI RÉSZESÉDÉS NÖVELÉSE			

1. Közömbös tényező
2. Csekély mértékű célkitűzés
3. Fontos célkitűzés
4. Legjelentősebb célkitűzés

II/2. MELY ORSZÁGOK JELENTIK A LEGNAGYOBB VERSENYTÁRSAT A MINŐSÉG ÉS AZ ÁR TEKINTETÉBEN AZ EU-N BELÜL

<u>országok</u>	<u>MINŐSÉG</u>		ár	
	VILÁGPIACON AMENNYIBEN A VÁLLALAT EXPORTÁL	MAGYAR- ORSZÁGON IMPORTKÉNT	VILÁGPIACON AMENNYIBEN A VÁLLALAT EXPORTÁL	MAGYAR- ORSZÁGON IMPORTKÉNT
Ausztria				
Belgium				
Dánia				
Finnország				
Franciaország				
Görögország				
Hollandia				
Írország				
Luxemburg				
Nagy-Britannia				
Németország				
Olaszország				
Portugália				
Spanyolország				
Svédország				

- 1. Egyáltalán semmilyen szerepet nem játszik**
- 2. Csekély befolyással bír**
- 3. Jelentős a versenyhelyzetben**
- 4. Domináns szerepet játszik**
- 5. Nem versenytárs, mert monopolhelyzetben van**

**II/3. A MAGYARORSZÁGI IRODABÚTOR IPARÁGI ÁTLAGSZÍNVONAL A FEJLETT
ORSZÁGOK AZONOS IPARÁGÁHOZ VISZONYÍTVA**

ÁTLAGSZÍNVONAL	1997-1999.	2000-2002.	2003.
MÉLYEN ALATTA			
NÉMILEG ELMARAD			
HASONLÓ			
FELETTE			

Kérem az oszlopokhoz a megfelelő sorban „X” jelet alkalmazni!

II/4. A VÁLLALATI STRATÉGIÁK ALKALMAZÁSA

STRATÉGIAI FAJTÁK	1997-1999.	2000-2002.	2003.
VISSZAHÚZÓDÓ STRATÉGIÁT KÖVETETT			
VÉDEKEZŐ STRATÉGIÁT KÖVETETT			
STABILITÁSI STRATÉGIÁT KÖVETETT			
NÖVEKEDÉSI STRATÉGIÁT KÖVETETT			
TÁMADÓ STRATÉGIÁT KÖVETETT			
NEM KÖVETETT SEMMILYEN STRATÉGIÁT			

A vállalatok az egyes időszakokra vonatkozóan több stratégiát is megjelölhetnek!

Kérem, minden időszakra vonatkozóan indokolja az alkalmazott stratégiát / stratégiákat.

i d ő s z a k	i n d o k l á s
1997-1999.	
2000-2002.	
2003.	

II/5. STRATÉGIAI TÍPUSOK JELLEMZŐIFIGYELEM!

E táblázat kitöltésénél kérem a megfelelő stratégiai változók részleteinek a besorolását a 2003. évre számszerűsítve megadni, a jövőre vonatkozó jelzést viszont csak „X” jelöléssel.

s t r a t é g i a i v á l t o z ó k		2003		a következő években		
		erősség	gyengeség	erősíteni szükséges	nincs szükség változtatásra	gyengíteni kell
minőség és vevő	export-értékesítés					
	termék-minőség					
	gyártási színvonal					
	képzett alkalmazottak					
	fejlett technológia					
	új termékek					
	közvetlen fogyasztói kapcsolat					
	kapacitás kihasználás					
	megfelelő készletek					
	környezeti tudatosság					
diverzifikáció működési kör bővítés	termékválaszték					
	új termék					
	versenyképes árak					
	etikus magatartás					
	kapacitás kihasználás					
	költségráfordítás					
	kintlévőségek					
	alapanyagbeszerzés megbízhatóság					
Struktúra és pénzügy	alapanyagok minősége					
	hitelképesség					
	vezetői információs rendszer					
	fizetőképesség					
	vállalati információs rendszer					
	döntési módszerek					
	szervezeti struktúra					
	állami értékesítés					
	költségráfordítás					
	vállalati image					
	etikus magatartás					
stratégiai szövetségek						

s t r a t é g i a i v á l t o z ó k		2003		a következő években		
		erősség	gyengeség	erősíteni szükséges	nincs szükség változtatásra	gyengíteni kell
állami kapcsolatok	állami értékesítés					
	lobbizás állami szerveknél					
termelés és pénzügy	fizetőképesség					
	kintlévőség					
	exportértékesítés					
	gyártási színvonal					
	alanyagbeszerzés megbízhatóság					
	alanyagok minősége					
	termék minősége					
	termékminőség					
	etikus magatartás					
	vállalati image					
	hitelképesség					
versenytársak helyzete	exportértékesítés					
	stratégiai szövetségek					
	gyártási színvonal					
	fejlett technológia					
	vezetői információs rendszer					
	hitelképesség					
	új termékek					
	változások előrejelzése					
	vállalati információs rendszer					
elosztási csatornák szervezettsége						

példa a kitöltéshez:

stratégiai változók		2003		a következő években		
		erősség	gyengeség	erősíteni szükséges	nincs szükség változ- tatásra	gyengíteni kell
minőség és vevő	export- értékesítés	0,56		X		

II/6. A PIACI STRATÉGIA VÁLTOZÁSA AZ ELMÚLT IDŐSZAKBAN A VÁLLALAT PIACI RÉSZESÉDÉSÉNEK VÁLTOZÁSA (A VÁLTOZÁST MINDIG AZ ELŐZŐ IDŐSZAKHOZ VISZONYÍTJUK)

STRATÉGIAI FAJTÁK	1997-1999.	2000-2002.	2003.
megtartás			
MÉRSÉKELT NÖVEKEDÉS			
AGRESSZÍV NÖVEKEDÉS			

Kérem az oszlopokhoz a megfelelő sorban „X” jelet alkalmazni!

II/7. STRATÉGIAI SZÖVETSÉGEK

stratégiai szövetség	időpont	neve központ
kötött stratégiai szövetséget		
nem kötött stratégiai szövetséget		

Amennyiben benn van stratégiai szövetségben, kérem, pár mondatral indokolja, mit várt a belépéstől, mi az, ami nem jól működik a szövetségben és milyen javaslatai lennének az eredményesebb működés érdekében.

II/8. STRATÉGIAI SZÖVETSÉG FUNKCIONÁLIS TERÜLETEI

stratégiai együttműködés területei	a már működő stratégiai szövetség működési területei %-os megoszlásban	a következő évekre elővetítve a kívánalom
kutatás-fejlesztés		
beszerzés-logisztika		
termelés		
marketing-értékesítés		
több funkció		
összesen	100 %	100 %

II/9. STRATÉGIAI PARTNERCÉGEK MEGOSZLÁSA A VÁLASZADÓK VERSENY-SZEMPONTÚ MINŐSÍTÉSE ALAPJÁN

együttműködő stratégiai partnerek	a már működő stratégiai szövetség működési területei %-os megoszlásban	a következő évekre elővetítve a kívánalom
kötetlen versenytársak		
potenciális versenytársak		
vevők		
szállítók		
egyéb szövetségek		
összesen	100 %	100 %

III. EMBERI ERŐFORRÁS-MENEDZSMENT

III/1. AZ EGYES TERÜLETEK SZEREPE AZ ÖSSZVÁLLALATI SIKERBEN

Működési területek	2003.	A következő évekbeli előrejelzés
felső vezetés		
értékesítés		
költséggazdálkodás		
termelés		
kereskedelem / marketing		
minőségbiztosítás		
emberi erőforrás menedzsment		
bérgazdálkodás		
beszerzés		
készletgazdálkodás		
számvitel		
kontrolling		
műszaki fejlesztés		
logisztika		
szervezetfejlesztés		

1. EGYÁLTALÁN SEMMILYEN SZEREPET NEM JÁTSZIK
2. CSEKÉLY BEFOLYÁSSAL BÍR
3. JELENTŐS SZEREPET JÁTSZIK
4. LEGMEGHATÁROZÓBB TERÜLET

III/2.**A SZAKKÉPZÉSRE FORDÍTOTT IDŐ**

a képzés típusa	2000-2003.	A következő évekbeli előrejelzés
műszaki képzés %-os aránya		
informatikai képzés %-os aránya		
gazdasági képzés %-os aránya		
nyelvoktatás %-os aránya		
vezetőképzés %-os aránya		
készségfejlesztő tréning %-os aránya		
ö s s z e s e n :	100 %	100 %

Kérem a 2002-2003-as időszakra %-osan megadni milyen megoszlásban történtek képzések.

Kérem a következő évekbeli tervezett képzés %-os megoszlását megbecsülni.

Értelmezze az alábbi fogalmat:

TUDÁS ALAPÚ TÁRSADALOM

Amennyiben semmilyen ismeretei nincsenek, kérem üresen hagyni a sorokat!

III/3.

A KÉPZÉSRE NYÚJTOTT TÁMOGATÁS SZÁZALÉKOS MEGOSZLÁSA

a képzés típusa	2000-2003.	A következő évekbeli előrejelzés
gazdasági képzés %-os aránya		
műszaki képzés %-os aránya		
informatikai képzés %-os aránya		
nyelvoktatás %-os aránya		
vezetőképzés %-os aránya		
készségfejlesztő tréning %-os aránya		
ö s s z e s e n :	100 %	100 %

Kérem a 2000-2003-as időszakra %-osan megadni, milyen megoszlásban történt a képzések támogatása.

Kérem a következő évekbeli tervezett támogatások %-os becslését.

IV. A VÁLLALATI MŰKÖDÉS

IV/1. A VÁLLALATOK TELJESÍTMÉNYE A LEGFONTOSABB VERSENYTÁRSHOZ VISZONYÍTVA

	1997-1999.		2000-2002.		2003.		a következő évekbeli előrejelzés	
	J	GY	J	GY	J	GY	J	GY
rugalmas vevőigény kielégítés								
termékminőség								
felkészült vezetők								
pontos szállítás								
fizetőképesség								
etikus magatartás								
képzett alkalmazottak								
fogyasztói kapcsolatok								
fogyasztói szolgáltatások színvonala								
piaci változások előrejelzése								
piaci részesedés								
elosztási csatornák szervezettsége								
új termékek piacra vitele								
jövedelmezőség								
innovatív eladás-ösztönzési módszerek								
exportpiacokon való megjelenés								
államnak történő értékesítés								
lobbizás állami szerveknél								
K+F ráfordítások								

J = amiben a válaszadók jobbak

Gy = amiben a válaszadók gyengébbek

**IV/2. A VÁLLALATOK ÜZLETI SZEMLELETÉT LEÍRÓ MEGÁLLAPÍTÁSOK
%-OS MEGOSZLÁSBAN**

M E G Á L A P Í T Á S O K	2 0 0 3 .	A KÖVETKEZŐ ÉVEKRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK
a hangsúly a reklámozáson van az értékesítési volumen biztosítása érdekében		
igyekszünk a legjobb minőségű terméket kínálni iparágunkon belül		
a hangsúlyt a piaci igények előzetes elemzésére helyezzük		
termékeinket és szolgáltatásainkat ennek megfelelően alakítjuk		
eszközeinket és forrásainkat úgy használjuk fel, hogy rövid távú profitunkat vagy más pénzügyi mutatókat maximalizáljunk		
működésünket úgy alakítjuk, hogy folyamatos és biztos foglalkoztatást biztosítsunk alkalmazottaink számára		
termékeink és szolgáltatásaink inkább általános igényeket igyekeznek kielégíteni, mint egyéni fogyasztói igényeket		
ö s s z e s e n :	100 %	100 %

V. VERSENYKÉPESSÉG ELEMZÉSE

V/1. TERHELÉSI VERSENYELŐNY-FORRÁSOK

versenyelőny- forrás	1997- 1999.		2000- 2002.		2003.		a következő évekbeli előrejelzés	
	vállalatnál	iparág	vállalatnál	iparág	vállalatnál	iparág	vállalatnál	iparág
vevőigény-kielégítés rugalmassága								
termékminőség								
szállítás pontossága								
rugalmas reagálás a fogyasztói igényekre								
szállítási határidők rövidsége								
termékválaszték szélessége								
termelési rendszer rugalmassága								
gyártási tevékenység színvonala								
kapacitás-kihasználás								
költséghatékonyság								
technológiai színvonal								
új termékek piacra vitele								

1. EGYÁLTALÁN SEMMILYEN SZEREPET NEM JÁTSZIK
2. CSEKÉLY BEFOLYÁSSAL BÍR
3. JELENTŐS TÉNYEZŐ
4. MEGHATÁROZÓ SZEREPET JÁTSZIK

V/2. A TELJESÍTMÉNYMUTATÓK HASZNÁLATA ÉS FONTOSSÁGA KÖZÖTTI ÖSSZEFÜGGÉS

teljesítménymutatók	2003.	A KÖVETKEZŐ ÉVEKRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉS
készletnyilvántartás pontossága		
anyagjegyzék pontossága		
gyártási útvonal pontossága		
időnormák pontossága		
kereleti előrejelzés pontossága		
rendelésteljesítés pontossága		
rendelésteljesítés időtartama		
termelési átfutási idő		
termelési tervezési idő		
nyersanyagminőség		
félkésztermék minőség		
késztermék minőség		
minőségköltség		
vásárlói elégedettség		
termelékenység		
készletszintek		
átállítási idők		
állásidő (gép és/vagy munkás)		
alkalmazottak cserélődésének foka		
alkalmazottak hiányzása		
alkalmazotti javaslatok száma		
vevői reklamációk száma		
reklamációkezelés gyorsasága		

1. EGYÁLTALÁN SEMMILYEN SZEREPET NEM JÁTSZIK
2. CSEKÉLY BEFOLYÁSSAL BÍR
3. JELENTŐS TÉNYEZŐ
4. MEGHATÁROZÓ SZEREPET JÁTSZIK

VI. SZERVEZETI JELLEMZŐK

VI/1. EGYES TEVÉKENYSÉGEK SZERVEZETI LEOSZTÁSA

szervezeti tagolódás	2003.			
	éves terv-készítés	termelés ütemezés	új termék bevezetése	szállítók kiválasztása
felső vezetés				
kereskedelem / marketing				
műszaki fejlesztés				
emberi erőforrás gazdálkodás				
logisztika				
információ-menedzsment				
termelés				
pénzügy				

1. EGYÁLTALÁN NINCS BEVONVA
2. CSEKÉLY MÉRÉTKŰ A SZEREPE
3. JELENTŐS BEFOLYÁSSAL BÍR
4. DOMINÁNS MEGHATÁROZOTTSÁGÚ A BEFOLYÁSA

Kérem minden sor minden oszlopának helyét kitölteni!

VI/2.

A FUNKCIÓK EGYMÁSRA HATÁSA 2003.

H A T Á S I R Á N Y A →	K M	M F	E E M	I M	L	T	P
kereskedelem / marketing (km)							
műszaki fejlesztés (mf)							
emberierőforrás-menedzsment (eem)							
információmenedzsment (im)							
logisztika (l)							
termelés (t)							
pénzügy (p)							

A táblázat jelentése:

A sorokban meghatározott funkció hatásának erőssége minden oszlopban feltüntetett funkcióhoz.

1. EGYÁLTALÁN NINCS HATÁSSAL A MÁSIK FUNKCIÓRA
2. CSEKÉLY MÉRÉTKŰ HATÁS
3. JELENTŐS BEFOLYÁSSAL BÍR
4. DOMINÁNS MEGHATÁROZOTTSÁGÚ A BEFOLYÁSA

VII. A TÁRSADALMI TŐKE ELEMEINEK MÉRÉSE

VII/1.

A VÁLLALATOK KÖZÖTTI KAPCSOLATOK MÓDJAI

a kapcsolat módja	2000-2003 közötti időszakra jellemző kapcsolatfelvételi módok hatásossága	a 2000-2003. években részt vettek		
		leggyakrabban	ritkán	soha
önálló személyes találkozások				
szervezeti munka megbeszélések				
fórumok, konferenciák				
írott anyagok (levél, fax, e-mail)				
társadalmi, szabadidős program				
szervezett vállalati látogatás				
szervezett személyes találkozás				
önálló csoport-találkozás				
egyéb				
a)				
b)				

1. FORMÁLIS ÖSSZEJÖVETELK, A GAZDASÁGI ÉS EMBERI KAPCSOLATOKRA HATÁSSAL NINCSENEK
2. CSEKÉLY MÉRTÉKŰ HATÁSOK
3. JELENTŐS MÉRTÉKŰ HATÁSOK
4. DÖNTŐEN BEFOLYÁSOLJÁK A VÁLLALAT GAZDASÁGI TEVÉKENYSÉGÉT, INTENZÍVEN

Amennyiben „EGYÉB” meghatározást is megneveznek, kérem „X”-el jelöljék a megfelelő oszlopban.

VII/2. A TÁRSADALMI VISZONYOK GAZDASÁGI ÉLETRE GYAKOROLT HATÁSAINAK TÉNYEZŐI

t é n y e z ő k	h a t á s o k		
	jelentős	csekély	elenyésző
korruptió csúszópénzek adása / kapása			
szállítási határidők tartása			
szerződésben előírt fizetési határidők			
verseny tisztaságát elősegítő törvények hatása a gazdasági életre			
a közbeszerzési törvény szerepe			
a közpénzek felhasználásának átláthatósága			
közbeszerzések során a verseny tisztaságának biztosítása			
munkaerő-foglalkoztatás elősegítése			
a gazdasági szférában a bizalom megléte			
rotációs hiteltársaságok ismerete			

VIII. MARKETING

VIII/1. A MARKETINGFELADATOK MEGOSZLÁSA

feladat	2000-2003.	erősen fejleszteni dő	közepes mértékben fejleszteni dő	változatlan állapotban marad	visszafejleszteni dő
értékesítéstervezés					
marketingtervezés					
reklámstratégia					
árkialakítás					
a termék piaci bevezetése					
az értékesítés irányítása					
kereskedelmi partnerválasztás					
rendelésfelvétel					
eladásösztönzés					
marketingkutató					
pr					
költségkalkuláció					
szállítás					
termelésstervezés					
raktározás					
termékfejlesztés					
késztermék					

1. EGYÁLTALÁN NEM JELLEMZŐ A VÁLLALATRA, KÖLTSÉGRÁFORDÍTÁS: 0
2. CSEKÉLY MÉRTÉKBEN JELLEMZŐ, ALACSONY KÖLTSÉGGEL
3. JELENTŐS MÉRTÉKŰ, MAGAS KÖLTSÉGVONZATTAL

IX. PÉNZÜGYI ÉS FINANSZÍROZÁSI ELEMZÉS

IX/1. FINANSZÍROZÁSI FORRÁSOK

belső finanszírozás	megtérülésből való finanszírozás	2000-2003.	sárga szöveg
	többletből való finanszírozás		
külső finanszírozás	tőkeemelés külső forrásból		
	tőkeemelés belső forrásból		
	hosszú lejáratú finanszírozás		
	rövid lejáratú finanszírozás		

1. EGYÁLTALÁN NEM JELLEMZŐ
2. CSEKÉLY MÉRTÉKBEN JELLEMZŐ
3. JELENTŐS FINANSZÍROZÁSI FORMA
4. LEGFONTOSABB FINANSZÍROZÁSI FORMA

IX/2.**CASH FLOW ELEMZÉS VIZSGÁLATA**

	2003.
Készítenek-e a vállalatnál cash flow kimutatást	
Amennyiben készítenek, felhasználják-e döntéseikben	
Meghatározzák-e a cash szorzókat?	
Meghatározzák-e a cash-rablókat?	
Meghatározzák-e a roi termelőket	

1. igen
2. nem

IX/3. AZ EURÓ FOGADTATÁSA

mennyire felkészült az euró fogadtatására?	
--	--

1. Egyáltalán nem
2. Felkészült
3. Nagyon felkészült

tart-e ön rejtett áremeléstől az euró-átállítás után?	
---	--

1. Igen
2. Nem

ha választana, ön a régi vagy az új valutát használná-e?	
--	--

1. Az újat
2. Nincs véleményem
3. A régit

milyen hatással lesz az eurós átállítás a vállalata pénzügyi helyzetére?	
--	--

1. Jó lesz a vállalatoknak
2. Nincs hatása
3. Rossz hatással lesz a vállatomra
4. Nem tudom

IRODALOMJEGYZÉK

Alvano W.: Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung
Köln: Opladen 1988

Bachman J.E.-Black A.-Wright PH.: A részvényesi érték
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 1999

Bakacsi Gy. és Munkaközössége: Stratégiai emberi erőforrás menedzsment
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2000

Bakos F.: Idegen szavak és kifejezések szótára
Akadémia Kiadó
Budapest 1976.

Bándi Gy.-Erdey Gy.-Horváth Zs.: Az EU környezetvédelmi szabályozása
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2001

Bánhidí F.: Könyvelésről és pénzgazdálkodásról vállalati vezetőknek
Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
Budapest 1996

Barakonyik- Lorange. P.: Stratégiai menezsment
Közgazdasági és jogi Könyvkiadó
Budapest 1994

Baumol W.J.: Welfare economics of the state
Cambrige/Mass 1952

Bélyácz I.: Vállalati tőkefinanszírozás
Janus Pannonius Egyetemi Kiadó
Pécs 1991

Biró T.-Pucsek J.-Sztanó I.: Vállalkozások tevékenységének komplex elemzése
AULA Kiadó
Budapest 2001

Blattner N.: Volkswirtschaftliche Theotie der Firma
Berlin-Heidelberg-New-York 1977

Bodie /Kane/ Marcus : Befektetések II. kötet
Béta Műszaki Könyvkiadó
Budapest 1996.

Brealey / Myers.: Modern vállalati pénzügyek
PANEM Kft.
Budapest 1999

Busse von Colbe W.: Objektive oder subjektive Unternehmensbewertung
In: Die Unternehmung 1957

Chikán A.- Czakó E.-Zoltayné Paprika Z.:
Vállalati versenyképesség a globalizálódó magyar gazdaságban
Akadémiai Kiadó
Budapest 2002

Chikán A.- Demeter K.: Az értékteremtő folyamatok menedzsmentje
AULA Kiadó Kft.
Budapest 2001

Chikán A.: Vállalatgazdaságtan
AULA Kiadó
Budapest 1997

Copeland T.-Koller-Murrin J.: Vállalatértékelés
Panem Kft
Budapest 1999

Csath M.: Stratégiai tervezés és vezetés
In: Humánpolitikai Szemle
" Leadership" vezetés és szervezetfejlesztési és tanulást segítő Kft..
Budapest 2001

Éva K-Kné Soós P.: Számviteli elemzés I-II.
Perfekt Rt.
Budapest 2001

Fama E.F. Efficient Capital Markets
A Review of Theory and Empirical Work
Journal Of Finance 1970

Fama E.F.: Behavior of Stock Market Prices
Journal of Bussines 1965

Farkas E.: Érték(?)teremtés-érték(?)esítés
Totális Marketing avagy a marketing kiteljesedése
Miskolci Egyetem Marketing Intézet
Miskolc 2003

Gazdasági Minisztérium, 2002 Alágazati elemzés
http:// www.gm.hu/gyorsmenu/statisztikak/htm/induszt/agazatok/butor.htm

Gerling K.: Unternehmensbewertung in den USA
Bergischgladbach:Eul 1985

Hafner R.: Unternehmensbewertung als Instrumente zur Durchsetzung
BfuP 1993

Hampton J.J.: Handbook for Financial Decision Markers
/Reston/ Virginia: Reston Publishing Company / 1979

Harrington D.R.: Vállalatok pénzügyi elemzése
Kossuth Kiadó
Budapest 1995

Hebling C.: Unternehmensbewertung und Steuern
Düsseldorf:Idw 1991

Heyne P.: A gazdasági gondolkodás alapjai
Tankönyvkiadó
Budapest 1991

Hisrich R.D.-Peters M.P.: Vállalkozás
Akadémia Kiadó
Budapest 1991

Horváth T.: A magyar tőkepiac
Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
Budapest 1996

Hoványi G.: Menedzsmentmeditációk
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2002

Illés I.né.: Társaságok pénzügyei
Saldo Rt.
Budapest 1998

Illés M.: Vezetői gazdaságtan
Kossuth Kiadó
Budapest 1997

Jaensch G.:Der Wert und Preis der ganzen Unternehmung
Köln:Westdeutscher 1966

Józsa L.: Marketing stratégia
Műszaki Könyvkiadó
Budapest 2000

Katits E.- Suvák L.: A vállalati tőkestruktúra elemzésének sajátosságai
In:Pénzügyi Szemle 2000/3
Budapest

Katits E.: :A vállalati növekedés és a válság tőkefinanszírozás koncepciója
PERFEKT
Budapest 1996

Katits E.: A vállalati tőkestruktúra
Janus Pannonius Egyetemi Kiadó
Budapest 2000

Katits E.: Pénzügyi döntések a vállalat élekciklusaiban
KJK- KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2002

Kleinebeckel H.: Pénzügyi és likviditási irányítás
SALDO Rt.
Budapest 1993

Koppányi M.: Mikroökonómia
AULA Kiadó
Budapest 1993

Kotler P.: Marketing management
Műszaki Könyvkiadó
Budapest 1991

Kresalek P.- Pucsek J.:Példatár A vállalkozások tevékenységének komplex elemzéséhez
AULA Kiadó
Budapest 2001

Lakatos Gy.: Az emberi tőke, avagy a XXI.század vállalatainak stratégiai kulcseleme
In: Humánpolitikai Szemle 2001/9
Budapest

Laskay L. Matták Z.:A bútorgyártás és forgalmazás feltételei az EU belső piacán
A magyar Kereskedelem és Iparkamara kiadványa
Gutenberg Press
Budapest 1999.

Laskay L.: 2002 Bútor és Faipar Magyarországon számokban
Magyar Bútor és Faipari szövetség
Közgyűlési információs anyag
Budapest 2002.

Laskay L.: A hazai bútorgyártás helyzete és fejlődési lehetőségei 2001-ben
In:Faipar 2001. 4. szám
Budapest

Lengyel Gy.- Szántó P.:/ szerk / A gazdasági élet szociológiája
AULA Kiadó Kft.
Budapest 1996

Lett B.: Számvitel Gazdasági Események könyvvitele
Erdészeti és Politika Ökonómiai Intézet
Sopron 2001

Lett B.: Számvitel és pénzgazdálkodás /kézirat/
Soprono Egyetem Erdőmérnöki Kar
Erdészeti és Politikai és Ökonómiai Tanszék
Sopron 1997

Losonczy Cs.- Magyar G.: Pénzügyek a gazdaságban
JUVENT Kiadó
Budapest 1993

Matukovics G.: A hiányzó nemzetgazdasági vagyoni érték: az immateriális vagyon árazása,
javaslat a vállalkozás komplex vagyonmérlegének összeállítására.
A Gazdasági Minisztérium 9315/2001. számú kutatása

Marris R.: A model of the „managerial” enterprise
Quarterly Journal of Economic
London 1963

Martin H.GY.-May R. /szerk./: Tőzsdei szakvizsga felkészítő
Közép-Európai Brókerképző Alapítvány
Budapest 1998

Mátyás A.: A modern közgazdaságtan története
AULA Kiadó
Budapest 1993

Mellár T.: Alkalmazott makroökonómia
Bornus Nyomdaipari Szolgáltató Kft.
Pécs 1997

Mellerowitz K.: Zur Frage der Bewertung von Unternehmenungen als Ganzes
WPg 1955

Miller M. H.- Modigliani F.: Dividend Policy, Taxes, Inflation and Market Valuation
Journal of Finance 1982

Molnár L.-Józan A.: A bútoripar és kereskedelem helyzete az évezred elején
Piacanalízis Marketing Bt. Bútorszövetség
Budapest 2001.

Molnárfi S.: Vagyonértékelés amerikai módra
T&K Kft.
Budapest 1992

Münstermann H.: Wert und Bewertung der Unternehmung
Wiesbaden: Gabler 1970

Pearce D.W.: /szerk./ A modern közgazdaságtan ismerettára
Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
Budapest 1993

Porter M.: Versenysztratégia
Akadémia Kiadó
Budapest 1992

Pratt S.: Üzletértékelés
Módszertan és Gyakorlat
Kossuth Könyvkiadó
Budapest 1992

Ragáts-Miavecz.: Oktatási segédlet a vállalkozás-és vagyonértékelés című tantárgyhoz
Pénzügyi és Számviteli Főiskola
Budapest 1995

Rekettye G.: Értékteremtés a marketingben
KJK.-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 1999

Sándor A.: Jó befektetés vagy ablakon kidobott pénz?
In: Humánpolitikai Szemle 2001/9
Budapest

Schumacher E. F.: A kicsi szép
Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
Budapest 1991

Sieben G.: Der Substanzwert der Unternehmung
Wiesbaden: Gabler 1963

Sinkovics A.: Pénzügyi kontrolling
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2002

Stark M.: /szerk./ Fakereskedelmi és Faipari Ismeretek
Fakereskedelmi Kézikönyv
Faipari Tudományos Alapítvány.
Sopron 2001

Stiglitz J.E.: A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem
American Economic Review 1969

Straubné N. Á. - Tatay T.: Növekedés és likviditásmenedzsment
In: Bankszemle 1998./ 9-10 szám
Budapest 1998

Suckut S.: Unternehmensbewertung für internationale Akquisitionen
Wiesbaden: DUV 1992

Sveby K.E.: Szervezetek új gazdagsága: a menedzselt tudás
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2001

Számviteli Törvény és az éves Beszámoló
SALDO Rt.
Budapest 1991

Takács N.: Pénzjövédelmi számítások, értékbecslés
Proinvest Kft.
Budapest 1993

Tichy G.E.: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis
Linde Wien 1997

Tóth S.: A fafeldolgozás 1945 után
Agroinform Kiadó és Nyomda Kft.
Budapest 2001

Töröcsik M.: Fogyasztói magatartás
KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft.
Budapest 2003

Ulbert J.: A beruházások gazdaságtana
Janus Pannonius Egyetemi Kiadó
Pécs 1990

Vajdáné Horváth P.: /szerk./ Bútorgyártás
Ipargazdasági Kutató és Tanácsadó Kft.
Budapest 2000.

Vajdáné Horváth P.: /szerk./ Fafeldolgozás
Piacgazdasági Alapítvány
Ipargazdasági Kutató és Tanácsadó Kft.
Budapest 2002

Valentine E. R.: Fogalmak és nézőpontok a pszichológiában
Gondolat Kiadó
Budapest 1988