

Privatizáció és vállalatértékelés

Bevezetés

A privatizáció mint fogalom lassan 12 éve jelen van a romániai köztudatban. Jelentése, meghatározása a következő: "magánkézbe adni egy vállalat vagy iparág állami ellenőrzését, vagy tulajdonát magánra változtatni". Más szóval: a privatizációs folyamat következtében a társadalom az emberi szükségletek kielégítésében nagyobb mértékben támaszkodik a magánszervezetekre, mint az államra.

A privatizáció közgazdasági és társadalmi *céljait*, hatásait egyaránt meghatározhatjuk.

Közgazdasági céljai: a társadalom veszteségeinek megszüntetése (az állam kivonul azokról a területekről, ahol tevékenysége veszteséges, s ahol a piac eredményesebben működik); a hatékonyság növelése (például azzal, hogy az állam helyébe hatékony magánszektorbeli szereplő lép). A privatizáció bevételi forrás is. Az átmenet bevételkieséssel (korábbi piacok elvesztése, cserearány-romlás stb.) és kiadásnövekedéssel (szociális pluszkiadások az elszegényedés és a munkanélküliség miatt stb.) jár együtt. Az államháztartásnak ennek finanszírozásához több bevételre van szüksége. Óriási dilemma, hogy a privatizációs bevételeket adósságtörlesztésre használják-e fel, és/vagy visszaforgassák a gazdaságba (például a még privatizálandó állami vagyont "feljavítására").

A privatizáció - gazdasági hatása mellett - a társadalom átalakításának egyik meghatározó eszköze: a privatizációs stratégiától és eredményétől (is) függ, milyen lesz a társadalom képe és szerkezete. Bizonyos privatizációs technika alkalmazására született döntés a kormányok sajátos felfogásától függ, miszerint a társadalomban kialakuló új tulajdonosi réteg vékonyabb vagy szélesebb legyen.

A privatizáció során felmerülnek bizonyos problémák. Ezek közül az egyik legvitatottabb pont az eladásra felkínált vállalatok piaci értékének megállapítása. Mindenütt szívesen emlegetett téma az állami vállalatok elkötyavetyélése, a "családi ékszerek" kiárusítása, az adófizetők pénzének elosztogatása. Ez alól még a nyugati társadalmak sem kivételek, példaként említve itt a francia, illetve brit privatizálások körüli vitákat a '80-as években. Sem a privatizációt irányító kormányok, sem azok politikai ellenfelei nincsenek abban a helyzetben, hogy kísérletet tehessenek az érdekeiktől megtisztított értékelések megvalósítására, azonban ezekben az esetekben felmerül az a kérdés is, hogy vajon készíthetők-e objektívnek nevezett vállalatértékelések?

Dolgozatunk első részében röviden bemutatjuk a romániai privatizáció *jelenlegi helyzetét*, a gyakorlati megvalósításokat. A második részben a privatizálandó *vállalatok értékelésének elméleti megközelítését* tárgyaljuk, majd ennek *gyakorlati oldalával* foglalkozunk.

Az állami vállalatok mint a gazdaság problémás területei

A menedzserek az állami vállalatok számos problémáját emlegetik, mint például¹: *alacsony hatékonyság, túlzott létszám, alacsony termelékenység, a menedzseri képességek hiánya, több, egymással ellentétes cél, politikai beavatkozás, rossz erőforrás-elhelyezés, rugalmatlan tőkepiac, technikai elmaradottság* (elavult berendezések, munkamódszerek, termékek), *profitidegen tevékenységek* (pl. üdülők, kórházak, sportcsapatok), *túlzott vertikális integráció* (a bemenetek túl nagy hányadát ők állítják elő, és túlzott mértékben vesznek részt az értékesítésben), *környezetszennyezés, lopás, illetve korrupció*.

Hasonló problémák a magánszektorban is előfordulnak, de ha egy magánvállalatnál történik, az a versenykörnyezetben csödbe megy. Számos állami vállalat rendkívül sebezhető: a fent említett problémák miatt gazdaságilag nem életképes, túlságosan rá van utalva a bemenetek tekintetében egyetlen monopolista szállítóra, míg a kibocsátások tekintetében a monopolista vevőre. Továbbá egy nagyméretű állami vállalat gyakran az egyedüli fontos munkáltatója a városnak, bezárásának ezért katasztrofális hatása lenne.

Általánosan fogalmazva: megoldást jelenthetne, ha a privatizációt úgy hajtánák végre, hogy *versenykörnyezet* keletkezzen. A magántulajdon így érdekeltté tesz a vállalat tartós sikerében, és összefüggőbb, tartalmasabb, élesen körvonalazódó célokat eredményez. Egy rosszul működő magánvállalat vagy csödbe megy, amikor is a megmaradt

erőforrásai, tőke és munka felszabadulnak, és egy ígéretesebb magánvállalatnál újrafelhasználásra kerülnek, vagy pedig annyira lecsökken az értéke, hogy érdemes egyben felvásárolni, és megpróbálkozni a nyereséges vállalkozássá való alakításával.

A következőkben essen szó néhány fontosabb privatizációs technikáról.

Privatizációs módszerek

A következőkben szemügyre vehetjük, miként zajlik le maga a privatizációs folyamat. A privatizációs programok a módszerek és lehetőségek széles skáláját alkalmazhatják. A privatizációnak négy alapvető megközelítési módja van²:

1. *Állami cégek nyilvános értékesítése* (public offering). A módszer törvényes lépései a következők: az államilag megbízott privatizációs ügynökséggel (most APAPS) együttműködő, jótállást vállaló cég kiválasztása az írott sajtóban megjelentetett hirdetésen keresztül; a vállalat bemutatási dokumentumának előterjesztése a Bukaresti Értéktőzsdén, annak érdekében, hogy a különböző közvetítő cégek minél könnyebben kidolgozhassák a vételi ajánlataikat; a közvetítő cég kiválasztása; tárgyalások a jótállási szerződésről, majd ennek aláírása; a cégről szóló prospektus kiadása; a Nemzeti Értékpapír Társaság beleegyezésének megszerzése; a nyilvános értékesítés lebonyolítása.

2. Vezetői-dolgozói kivásárlás

Vezetői kivásárlás (Management Buy Out, MBO) esetén a vállalat vezetése általában pontosan tudja, mit vásárol, és rendelkezik a megfelelő szakmai ismeretekkel; viszonylag szűk a tulajdonosi kör - közvetlen az érdekeltség a vállalati vagyon gyarapításában, nincs kellő tőke a vásárláshoz -, így elmarad a tőkebevonás, míg a vásárlás legfeljebb hitelkonstrukciók alkalmazásával lehetséges. A dolgozói kivásárlás (Employee Buy Out, EBO) elvi lehetőség a dolgozók fokozottabb mértékű ösztönzésére, a nyereségérdekeltségen túlmenően a vagyon növelésében való érdekeltség fokozására is. Itt sincs azonban kellő tőke a vásárláshoz - így elmarad a tőkebevonás, a vásárlás legfeljebb hitelkonstrukciók alkalmazásával lehetséges. Ugyanakkor a dolgozói kivásárlás nagyszámú tulajdonost eredményez, így a felelősség szétporlad, a tulajdonosi tudat nem érvényesíthető.

3. *A kuponos privatizáció* révén a lakosság minden tagja egyenlő mértékben jut valamilyen vállalati rész tulajdonná konvertálható értékpapírhoz, amely voltaképpen a nemzeti vagyon bizonyos hányadára való jogosultságát igazolja.

4. *Spontán privatizáció*: a legelterjedtebb felfogás szerint voltaképpen állami vagyon apportálásával lebonyolított társaság alapításként fogható föl. A spontán privatizációnak több típusa elhatárolható: az első altípusban az állami vállalat - az "üres kagyló" - csak értékpapírokat birtokol, míg az eszközök az általa a vállalat korábbi egységeiből alakított altársaságokba kerülnek; a második altípusban a vállalat mellett egyetlen nagy részvénytársaság szerveződik; a harmadik változatban az állami vállalat vagyonának nagyobb része (állami) vállalati formában marad, és csak az egyes részterületeket szervezik társasági formákba.

A privatizáció stratégiájának és módszereinek kiválasztása

Minden ország, amely privatizációs programot indít, szembekerül azzal a kérdéssel, hogy mely állami vállalatokat privatizálja, hogyan mobilizálja a vagyont, és kiknek értékesítse. Általános értelemben ez a stratégia az ország privatizációs programjának céljait tükrözi, amelyek természetesen egyediek, az adott ország sajátos politikai és gazdasági körülményeinek megfelelőek.

A megfelelő privatizációs technika meghatározása komplex feladat, hiszen a vállalatok különböző közegekben és különböző körülmények között működnek. Ha például egy cégnek nagyok a veszteségei, elavult a technológiája és erős a szakszervezete, sokkal nehezebb eladni. Egyes esetekben a privatizációt több lépcsőben kell megvalósítani, az előzőekben leírt módszerek egymás utáni alkalmazásával.

Kiindulásként érdemes fölidéznünk, hogy az előbb leírt négyféle módszer a volt szocialista országokra jellemző, ahol másféle gazdasági és politikai körülmények érvényesülnek, mint a fejlett piacgazdaságokban.

A nagyvállalatok privatizációs módszereinek várható hatásait³ a következő táblázat szemlélteti:

Módszer/cél	Jobb	Gyorsaság	Tőkéhez és	Több	Nagyobb
-------------	------	-----------	------------	------	---------

	vállalat- irányítás	és kivitelez- hetőség	szaktudáshoz juttatás	kormányzati bevétel	társadalmi igazságosság
Eladás külső befektetőnek	+	-	-	-	-
Vezetői- dolgozói kivásárlás	-	+	-	-	-
Kuponos privatizáció	?	+	?	-	+
Spontán privatizáció	?	?	-	-	-

Jelmagyarázat: a módszer + segíti, - nem segíti a cél elérését, ? a kapcsolat kérdéses.

Közép- és Kelet-Európában - tekintettel arra, hogy ellentétben a nyugat-európai és latin-amerikai példákkal, a nemzetgazdaság rendelkezésre álló vagyon döntő hányadát kellett viszonylag rövid idő alatt magánkézbe adni, - a privatizáció két lehetséges módszere között kellett választani: az *elosztásos* és a *piaci alapú privatizáció*⁴ közül. Mindkét módszer előnyökkel és hátrányokkal egyaránt járt-jár, ezek ismeretében, ezeket mérlegelve kellett-kell az érintett kormányoknak dönteniük a privatizációs stratégiáról.

A külföldi tőke privatizációs szerepvállalása számottevő multiplikátor-hatást gyakorol a nemzetgazdaság egészére, különös tekintettel a további működőtőke-importra: az állami vállalatok akvizíciójában résztvevő külföldi vállalatok gerjesztik, bővítik az egyéb, zöldmezős fejlesztéseket is. Kétségtől kimutatható ez a hatás az alábbi viszonylatokban:

- az anyavállalat megjelenésével párhuzamosan megjelenhet az otthoni számlavezető, hitelező, pénzügyi szolgáltatást nyújtó bank, az adott ágazatban, termékkörben lévő versenytárs, az otthoni beszállítók, háttérszolgáltatók (pl. informatikai szolgáltatás);- egy adott országban történő külföldi befektetések összegét a választott privatizációs módszer jelentősen meghatározza, a beruházási összegek magas abszolút és fajlagos aránya önmagában felkelti az érdeklődés;
- nagy számban jelenlevő külföldi cégek nyugati jogi, pénzügyi, vám- és kereskedelmi rendszer "kikényszerítése" irányában hatnak, ami a zöldmezős befektetőknek is fontos szempont;
- kedvező tapasztalatokkal rendelkező külföldi menedzserek, befektetők hazánkról alkotott pozitív ország- és gazdasági képe is elősegítheti a döntéshozó beruházók itteni vállalatalapítását.

Az elosztásos módszer előnyei egyértelműek: többségében hazai magántulajdonba kerül a korábbi állami vagyon, nagy tömegű részvény kerül a tőkepiacra, ami annak gyors fejlődését teszi lehetővé, az állampolgárok túlnyomó többsége kismérvényessé válhat. Nagyon gyorsan megvalósítható, nincs tere a korrupciónak a kuponok részvényre való konvertálásakor stb. Nyilvánvalóak ugyanakkor a hátrányok is: nem keletkezik költségvetési bevétel, nem javul a fizetési mérleg-pozíció, nem vonzza a külföldi befektetőket (ellenkezőleg: gyakorlatilag kizárja őket a privatizációs akvizíció lehetőségéből), nem juttatja pótlólagos forrásokhoz a súlyos tőkehiánytól szenvedő vállalatokat, nem ösztönzi a vállalkozói szellem és képességek fejlődését, nem ösztönzi a műszaki fejlődést, lehetőséget nyújt a vállalatirányításba való közvetlen állami beavatkozás fenntartásához, illetve annak elrejtésére szolgálhat stb.

Privatizáció Közép- és Kelet-Európában

A rendszerváltás idején született mondás szerint a privatizációnak "csak" három feltétele hiányzik Kelet-Európában: a valódi tulajdonos, a piaci ár és a fizetőképes vevő.⁵ Romániára vonatkoztatva hozzátehetjük azt is, hogy egy sikeres gazdaságátalakítási programhoz nem elhanyagolható feltétel a politikai, illetve a jogi stabilitás sem.

A közép- és kelet-európai privatizáció történelmileg páratlan politikai és gazdasági átalakulás része - a gazdasági átalakulás egyik legfontosabb, meghatározó eleme. Az átalakulás célja, hogy az egypárti politikai rendszert felváltó többpárti parlamenti demokrácia (azaz: a politikai rendszerváltás) körülményei közepette a központi tervgazdálkodás, az állami tulajdon dominanciája és a termelési típusú mezőgazdasági termelési szövetkezetek túlsúlya helyébe egy, *a társas és egyéni vállalkozásokba szervezett magántulajdonon nyugvó, az alapvetően a szabad áru- és tőke mozgásokon alapuló világ gazdasági rendszerbe önállóan és egyenjogú félként integrálódó nemzetgazdaság* lépjen. Négy évtizedes államszocializmus után a lakosság a *demokrácia, a szabadság és a jólét* reményével tekintett a rendszerváltás elé.

A volt Szovjetunió valamennyi utódállamában, legfeljebb egy-két balti állam kivételével, ezenkívül Romániában, Bulgáriában, Albániában és Szerbiában az államszocializmusból feltehetően az államkapitalizmusba vezető, az *ingyenes kuponos privatizáció* elsődlegességén alapuló, több évtizeden át elhúzódó kváziprivatizáció folyamata zajlik. Ez azon országcsoporthoz tartozik, ahol eddig nagyon csekély számú valódi privatizáció történt. Ezekben az országokban a lakosság szegénysége miatt zömmel elmaradt az úgynevezett kisprivatizáció, helyette részleges funkcióprivatizálás ment végbe: például a vállalatokat bérbe, az állami monopóliumokat koncesszióba adták.

Az érdemi magánosítást Romániában is lényegében a kuponos privatizáció jelenti, azaz az állam tulajdonosi részesedéseinek voltaképpen ingyenes szétoztása a lakosság között. A piaci jellegű privatizációs eszközök súlya igen csekély, de növekvő tendenciát mutat. Egyértelműnek látszik, hogy ezekben az országokban a privatizáció még évtizedes feladat, a külföldi működő tőke beáramlása pedig minimális. Ez részint a gyenge jogi, intézményi, infrastrukturális és személyi feltételeknek is tulajdonítható.

A folyamatot azonban csak a nem teljes értékű magántulajdonláshoz vezető ingyenes kuponos privatizációval lehet viszonylagosan felgyorsítani. Éppen ezért megkockáztatható az a feltevés, hogy a "félprivatizáció" az államszocializmusból egy kommercializált államkapitalizmusba vezet, félállami-félpiaci struktúrák kialakulásával.⁶ Az egységes Európához viszont - és ez a felismerés újabban főként Romániában érik - ezzel a rendszerrel nem lehet csatlakozni.

Magyarországon nem volt jellemző a "tömeges privatizációnak" nevezett állami tulajdon-szétoztás, szemben például Csehországgal vagy Romániával.

Romániában a tömeges privatizáció többszöri kísérletre is sikertelennek bizonyult, mivel a kormányok egymásnak ellentmondó célokat próbáltak egyidejűleg megvalósítani, illetve az egyes hatalmon levő pártok között hiányzott az összhang a privatizáció keresztülvitelére. A társadalmi igazságosság és a bevétel-orientáltság közti konfliktus, úgy látszik, az elmúlt egy-két évben az utóbbi javára dől el. Erről tanúskodnak a külföldi befektetőknek történt nagyvállalati eladások. A befektetési kínálat mennyiségben ugyan nagy, de minőségben elmarad az igényektől. Romániában 1997 során az állami vagyonalap 2700 vállalat eladását hirdette meg, ténylegesen mintegy 1200-at adtak el, nagyrészt kis- és középvállalatokat. A privatizáció sajátos formája alakult ki Oroszországban, ahol is a vállalati adósságokat részvényre cserélték, ennek során nagy ipari-pénzügyi csoportok folytattak egymással harcot a tulajdon megszerzéséért elsősorban a nyersanyag-kitermelésben.

A kelet-európai országok privatizációja az ellentmondó célok következtében lényegesen nehezebb feladatnak bizonyult, mint ahogyan azt az átmenet kezdetén a kormánypártok programjaikban megfogalmazták. Szinte mindegyik országban a különböző privatizációs modellek egyszerre érvényesülnek, de a nagyvállalatok és bankok esetében az állami tulajdon még mindig jelentősnek mondható⁷. A választott privatizáció technikája jelentősen meghatározza a vállalati reform mélységét, és olyan szervezeti változásokat indít el, amelyek az átmenet gyorsaságát és költségeit befolyásolják. A privatizáció módszerei első látásra csupán technikai jellegűnek tűnnek, valójában azonban egész társadalmak értékítéletét és gondolkodását fejezhetik ki a rendszerváltással kapcsolatban.

Helyzetkép a privatizációról

A Privatizációs Hatóság (Autoritatea pentru Privatizare - az APAPS), amely az Állami Vagyonalap (Fondul Proprietatii de Stat) átszervezéseként jött létre, közérdekű intézmény, jogi személyiség, amely a Kormány hatálya alatt működik. Speciális szerv, amely arra hivatott, hogy a Kormány a privatizációs folyamatra, illetve a gazdasági magánszektor fejlesztésére vonatkozó stratégiáját gyakorlatba ültesse.

A Privatizációs Hatóság a gazdaság különböző területeivel foglalkozik, mint: fémipar, kőolaj-feldolgozás - illetve vegyészet, gépek és felszerelések, cellulóz és papír; mezőgazdaság és élelmiszeripar; pénzügyi, banki és biztosítási tevékenységek; elektromos és hőenergia, gáz és víz; turizmus és kereskedelem; kutatások - fejlesztés és informatika; építkezések; szállítások és raktározás stb.

Követve a kormányzati stratégiát a Privatizációs Hatóság (APAPS) a következő *célokat* tűzte ki maga elé:

1. a privatizációs törvényben meghatározott módon eladni az állam által különböző vállalatokban birtokolt részvénytársaságokat;
2. képviselni az államot, mint főrészvényest vagy meghatározó tulajdonost a különböző vállalatok részvényesi közgyűlésein;
3. a megkötött privatizációs szerződésekben foglalt kötelezettségek betartásának nyomon követése;
4. a különböző újjászervezésre, modernizálásra szoruló vállalatok segítése ezek végrehajtásában, szükség esetén pénzügyi segítség nyújtása;
5. a tulajdonjog átruházása különböző minisztériumokra, illetőleg helyi közigazgatási szervekre, amennyiben ez elősegíti a privatizáció gyorsítását, valamint megkönnyíti a privatizációs szerződésekben foglalt kötelezettségek betartásának nyomon követését.

Az értékelés helye a vállalati átalakulás folyamatában

Amennyire természetesnek tartjuk azt, hogy a javak és szolgáltatások piaci áron cserélődnek, ugyanolyan érthető az az igény, hogy az üzleti vállalkozások megmértetésének is legyen szilárd alapja. Minthogy a vállalat termelőeszközök véges számú halmazaként fogható fel, a gyakorlatban egyaránt mód van a vagyonelemek egyenkénti és vállalkozással összerendezett rendszerük értékelésére.

Egy állami vállalkozás értékének megállapítása azonban hiábavaló vállalkozásnak bizonyulhat. A különféle támogatások, árendék, preferenciák stb. dzsungele, valamint a piacgazdasági mércével elfogadható könyvelés hiánya szükségképpen szeszélyessé teszi az értékelést. Ugyanakkor a nyugati könyvelő cégek, akik az értékesítés útján privatizálandó vállalatok piaci értékének megállapítására vállalkoznak, Kelet-Európában kiváló piacra találnak. A különféle alkalmazott *módszerek* (egyik sem pontos) a következők:

- a becsült jövőbeli jövedelem nettó jelenértéke,
- az értékcsökkenéssel és inflációval korrigált könyv szerinti érték,
- a nyugati mintákra alapozott újra beszerzési költség.

Vannak olyan aggályok, hogy a külföldi cégek alá fogják értékelni a vállalatokat, hogy olcsón hozzájuthassanak, illetve, hogy a feladatra nem felkészült hazai tanácsadók fognak jelentkezni. Az effajta értékelés viszonylag magas költsége, a hosszú idő, amelyet a kivitelezése jelentősebb számú állami vállalat esetében igénybe vesz, a némileg önkényes eredmények és a laza kapcsolat érték és eladási ár között (olyankor, amikor engedményes áron értékesítenek a munkásoknak, a nagyközönségnek vagy a beruházásokra hajlandó külföldi vevőknek) arra ösztönzött bizonyos országokat, hogy a privatizáció más módszereivel is próbálkozzanak, mint például az utalványra történő ingyenes értékesítéssel. Ez egy külön dolgot jelenthet a témája lehetne.

A piacgazdaság vállalkozói szektorában, ideértve a privatizálandó vállalatokat is, több gazdasági szereplő végez értékeléseket; ez joga és érdeke mind a javak mai tulajdonosának - a mi esetünkben az államnak -, mind reménybeli új tulajdonosainak.

A közvetlen érdekeltek mellett tanácsadók és független elemzők ugyancsak végeznek elemzéseket. Mivel sok vita

volt arról a tényről, miszerint a privatizációs programok és eladások folyamatában egyik legnagyobb akadály az állami vállalatok különösen időigényes és megbízhatatlan értékelése, egyre inkább támogatottá vált az a gondolat, hogy az elemzést olyanok valósítsák meg, akik felelősséget vállalnak a becsléseikért, az állam által fizetett privatizációs ügynökségek helyett.

A romániai értékelő cégek:

Societe Generale Conseil Pays Emergents Paris

BRD - Group Societe Generale, Románia

Barents Group LLC

Raiffeisen Investment AG - Ausztria

Parisbas, Franciaország

Res & Co

The Recovery Group

Roland Berger Partner GmbH

European Privatization and Investment Corporation

CA IB Financial Advisers

Fieldstone Private Capital Group LTD.

Az értékelés problémája

Nem kérdéses, hogy a privatizáció feltételezi az elkövetkezendőkben privatizálandó vállalatok értékelését. Lehetséges természetesen, hogy az állam átruházza a vállalat tulajdonjogát valamely magántársaságra anélkül, hogy a vállalat értékének felbecsülésével foglalkozna, de a pusztá átengedés - eltekintve azoktól a jogi problémáktól, amelyeket felvethet önmagában - nem lehet gazdasági jelentőségű. A privatizálás célja nem a tulajdonjog átruházása, hanem az, hogy kezdeményezze az állami vállalatok átszervezését és a gazdaság működésének ésszerűsítését. Ahhoz, hogy ez megtörténhessen, szükséges felbecsülni a privatizálás előtt álló vállalatokban rejlő potenciálokat, megállapítva a vállalat relatív értékét más befektetési lehetőségekhez viszonyítva. Csak ily módon születhet döntés a gazdaság fejlesztéséhez rendelkezésre álló szűkös erőforrások ésszerű felhasználására vonatkozóan.

Romániában, akárcsak a környező volt szocialista országokban, a tudnivalón fejletlen piacgazdaság keretei között látszólag legyőzhetetlen akadályokba ütköznek a vállalatértékelés hagyományos formái. A fejlett piacgazdaságokban alkalmazott értékelési formák által megfogalmazott "cél" egy minden részről elfogadott értékelés készítése. A nyilvánosan áruba bocsátott vállalatok esetében az érték egyenlő azzal az árral, amit a piacon kaphatnak érte, bár ennek ellenére is bizonyos egyéni értékelések eltérhetnek a piaci ártól.⁸ A magántulajdonú, illetve a teljesen állami tulajdonban levő egységek esetében, ahol nem beszélhetünk adott piaci árról, különböző egyének a vállalat értékét - szubjektíven - különbözőképpen becsülik, és a szubjektív tényező nem választható el az értékelési folyamatától.

A piacgazdaság általános összefüggésében lehetőség nyílhat olyan ármegközelítésre, amely egybeeshet a piacon kialakulttal, mivel az értékelő egység becsléseinek alapját a piacon hasonló körülmények között általánosan használt módszerek analógiái képezik.⁹

Az objektív vállalatértékelés gondolata kevésbé nyer értelmet Kelet-Európa körülményei között, mivel a piacok hiánya lehetetlenné teszi megbízható alapok (benchmark) felállítását, amelyekhez a vállalatok értékét viszonyíthatják. A múltbeli adatok, amikor a vállalatok a tervgazdaság rendszerében működtek, alig árulnak el valamit a vállalkozás jelenlegi értékéről. A körbetartozás jellegzetesen kelet-európai jelensége egy további bizonytalansági tényezője az amúgy is homályos cégleírásoknak. A tőkepiacok hiánya emellett lehetetlenné teszi a hasonló profilú cégekkel való összehasonlításokat, és mivel nem léteznek biztos információk a vállalatok múltbeli tevékenységéről, lehetetlen bármely feltételezést tenni arról, hogy hogyan viselkedne a cég a szabad piacgazdaság körülményei között.

Mindezeket a tényezőket együttesen tekintve kiderül, hogy a kelet-európai vállalatok értékelésében a szubjektív tényezők játszanak fontosabb szerepet az átmenet folyamata alatt. Elsősorban az objektív értékeléshez szükséges biztos támpontok hiánya miatt az értékelést végző egységeknek meg kell becsülniük - többé-kevésbé tetszőlegesen és önkényesen - a fix eszközök értékét, a P/E rátát és az elkövetkezendő időszak kamatrátáját, és természetesen ezek a becslések személyről személyre eltérőek. Másodsorban, mivel a piac az árak rendszerén keresztül nem közvetít bizonyos információkat, az egyének közti információáramlás aszimmetrikussága drámaian növekedni fog. Ezért, példának okáért, egy olyan kereskedelmi egységnek, amely lábbeli gyártásában tevékenykedik, bizonyos információkra van szüksége a lábbeli-iparra vonatkozóan, olyanokra, amelyekhez normális esetben az árrendszeren keresztül bárki hozzá kellene jusson; ezek nem lesznek nyilvánvalók és nyilvánosak a piacgazdaság hiányában.

Harmadsorban, ha az eszközöket nem lehet könnyen készpénzzé konvertálni (nem likvidek)¹⁰, egyes eszközök, az egyes gazdasági szereplők információhoz való hozzájutásainak egyenlőtlenségeitől következően, különböző egyének számára különböző értékkel rendelkeznek. Képzeljünk el például egy sörgyártót, aki magas árat fog becsülni egy tonna élesztőnek, míg egy lábbeli-gyártó ugyanazt alul fogja értékelni, hacsak nem tudja eladni valakinek, akinek szüksége van rá.

Negyedszer, abból kifolyólag, hogy egy gazdasági szereplőnek meghatározott tervei vannak azokkal az eszközökkel, amelyekért bizonyos vételárat ajánl. Ezen szereplő olyan információk birtokában van, amelyekkel mások, mint például a könyvelők vagy a külső tanácsadók nem rendelkeznek, akik nagy valószínűséggel nem foglalkoznak az adott eszközök, aktívák működtetésével, kihasználásával. Így mutatkozik meg itt is az információk egyenetlen eloszlása, amely az erőforrások ésszerű felhasználására vonatkozó időbeni tapasztalatok hiányából fakad.

Végül: bármely értékelési eljárás tartalmaz bizonyos mértékben "megérzéseket", vagy "meg nem fogalmazott" elemeket, amelyek nem véletlenszerűek, tetszőlegesen (mivel kimutatható, hogy egyes emberek - megérzéseikre alapozva - láthatóan eredményesebbek, mint mások), amelyek azonban nem magyarázhatóak objektív módon. Ezért például egy igazi üzletember, aki hajlandó kockáztatni, a cégben rejlő lehetőségek felbecslését nem kizárólag a cég eszközeinek értékére, illetve a P/E rátára stb. alapozza, hanem inkább a vezetők menedzseri képességeire vonatkozó üzleti megérzéseire hagyatkozik, amelynek döntő szerepe lehet a vállalkozás sikerében.

Az értékelés szubjektív oldalainak túlsúlya jelentős problémákat vet föl egy privatizációs program esetén, elsősorban, mert annak ellenére, hogy egy értékelés nem szabad önkényes, véletlenszerű legyen, rendkívül nehéz ezeket objektív tényezőkkel alátámasztani. Ebből kifolyólag valószínűleg bármely, a legnevesebb értékelő vagy könyvviteli cégtől kapott segítség vagy tanács értéktelen, miközben eme tanácsadók meg kell magyarázzák döntéseiket a feljebbvalóiknak, és ez ilyen körülmények között lehetetlen. Ezért van az, hogy bármely privatizációs modell el kell kerülje azt, hogy az értékelés az állam kezébe kerüljön (aki, ahhoz, hogy igazolja a döntéseit, külső tanácsadó cégeket kell bevonjon, hogy megpróbálja egy objektív értékelést megvalósítani). Az egyetlen járható út ezen szituáció elkerülésére az, hogy az értékelés pénzügyi terhet azokra a felekre kell ruházni, akik, hasonlóan egy piacgazdaságban tevékenykedő külföldi befektetőhöz, viselni fogják döntéseik következményeit. Csak az ilyen helyzetben levő felek hagykozhatnak saját szubjektív becsléseikre anélkül, hogy ezeket valakinek meg kellene magyarázniuk.

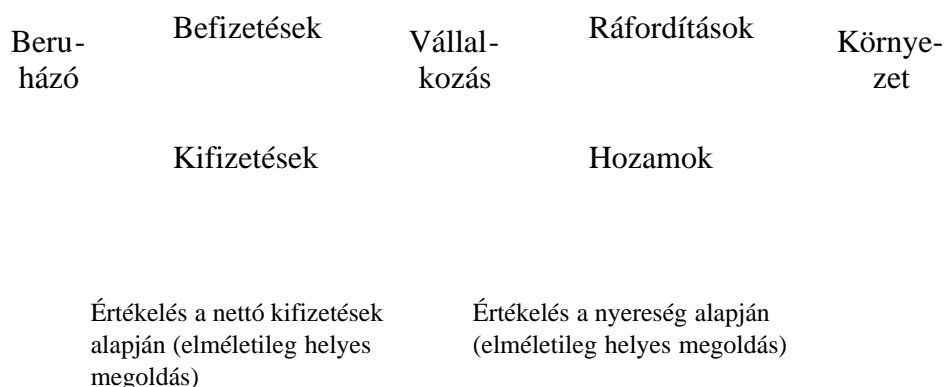
Akkor is, ha az értékelés pénzügyi súlyának viselése olyan félre hárul, aki kész vállalni a felelősséget döntéseikért¹¹, a magas fokú és tartós bizonytalanság arra kényszeríti a gazdasági szereplőket, hogy eszközeiket kockázatmentes eszközökbe fektessék, a legjobb esetben is csak pontatlan feltételezéseket véve alapul.

Ha például egy befektető el kell döntse, hogy a SIDEX-nél szerezzen tulajdonosi részesedést vagy egy ingatlanba fektessen Svájcban, a SIDEX értékelésének bizonytalansági tényezői arra kényszerítik a befektetőt, hogy a svájci ingatlant válassza, hacsak a SIDEX vállalat nem annyira alulértékelt, hogy megérje abba fektetni. Ebben az esetben az ár túl alacsonynak bizonyulna, amely komoly igazolási problémákat vet fel.¹² Ezen problémán való túllépés érdekében a befektetők vagy kockáztatnak, vagy megpróbálják csökkenteni döntéseik bizonytalanságát. Egy lehetséges mód mindkét cél elérésére a versengő befektetési lehetőségek halmazának leszűkítése. Ebből következően az előző példában, ha egy befektetőnek nincs más választása, mint hogy eszközeit a romániai privatizált vállalatok egyikébe fektesse, akkor értékelési problémája leszűkül a SIDEX többi román céghez viszonyított értékelésére, és nem az összes lehetséges befektetési lehetőségek mérlegelésére.

A vállalatértékelés elméleti alapjai

A vagyonértékelési projekteknél a cél mindig a vállalat reális piaci értékének megállapítása, illetve mindazon

tényezők feltárása, amelyek az értébecslésnél szerepet játszanak.¹³ A privatizációs folyamatokban a privatizálandó vállalkozásokat beruházási objektumokként kezelhetjük. Ennek értékelése a következő ábra szerint folyik¹⁴:



Egy vállalkozás elméletileg helyes értékelése:

Vállalatérték = Az összes osztalék jelenértéke + A tőke-visszafizetések jelenértéke - A tőkebefizetések jelenértéke ± A további fizetések jelenértéke

A vállalkozások értékelésénél tehát a jövőbeni bevételi (kiadási) többletek meghatározásáról van szó. E felfogás szerint minden, az értékelésbe bevont évre (az egész értékelés időtartama alatt) szükséges meghatározni a bevételek és kiadások összegét (minden beruházásra vonatkozó pénzmozgást), az egyenleget és a bevételi többletet. Az egyes évekre megjelölt bevételi többletek - feltéve, hogy azok a vállalat további működésének veszélyeztetése nélkül kivonhatók - , illetve azoknak a vállalatértékelés fordulónapjára diszkontált értéke képezi a vállalat értékét.

Vállalatértékelés a kelet-európai gyakorlatban

A kelet-európai gyakorlatban a privatizálandó vállalatok értékelésénél a következő három módszer a leggyakoribb:

- a. az első a vállalat eszközeinek könyv szerinti értékére,
- b. a második módszer a P/E ráta becslésére,
- c. a harmadik az előre jelzett nettó pénzáramlások diszkontált értékére alapoz.

Az első módszer sikerességét hátráltatja az ingatlanpiac kezdetlegessége, ami miatt a vállalat eszközeinek értékelése többé-kevésbé önkényes módon valósulhat meg, valamint a cégek közti körbetartozás. Ezen hitelezési mód általánossága és visszafizetésének bizonytalansága az értékelést még bonyolultabbá teszi. Ezen hitel értékeléséhez meg kell becsülni az adott vállalatnak hitelező és az attól hitelt felvevő cégek pénzügyi helyzetét. Lehetséges azonban, hogy ezen vállalatokat további, hasonló hitelek terhelik.

A második módszer a vállalat P/E rátájának¹⁵ becslésén alapszik, ezt gyakran akkor alkalmazzák, ha az adott cég bér munkát végez külföldre.

A cég értéke nagymértékben függ a vezetőség hozzáértésétől is. A kelet-európai országokban mesterségesen fenntartott árak és átváltási árfolyamok nehézkessé teszik ezen cégek exportból származó árbevételeinek kiszámítását. Ezt a számítást szintén nehezíti a körbetartozás általános elterjedése.

A harmadik módszer az előre jelzett nettó pénzáramlások diszkontált értékére alapoz. Ebben az esetben az értékelő különböző kulcsfontosságú feltevéseket kell tennie. Elsősorban fel kell becsülnie a profitrátát jövőbeli alakulását olyan körülmények között, mikor a gazdasági reformok előtti adatok nem mérvadóak a jövőbeli becslések alátámasztásához. A megfelelő tőkepiac hiányában¹⁶ az értékelésnek az állam által szolgáltatott diszkontrátára kell, hogy támaszkodjon.

Megfigyelték, hogy az utóbbi két módszer által kapott eredmények gyakran nagyon hasonlóak. Ez valószínűleg úgy történhet meg, hogy a "feltételezéseket" olyképpen alakították, hogy a kapott eredmények egybeessenek.

Vállalatértékelés nálunk

A romániai vállalatértékelés illusztrálására az ANEVAR (Asociatia Nationala a Evaluatorilor din România) cégértékelőket képző kurzusát használtuk. Ez az értékelési procedúra általános irányelveit fogalmazza meg. Az értékelési eljárás során követett szempontok elemzésének célja: képet adni a vállalat általános helyzetéről.

A vizsgálat több, viszonylag elkülönülő részre bontható. Az elemzés első részében egy általános rövid leírást találhatunk a cég történelméről, tevékenységi területéről, illetve a cég elérhetőségéről, megközelítési lehetőségéről, arról, hogy tevékenysége mennyire veszélyes környezetvédelmi szempontból, mennyire van közművesítve az a terület, ahol a tevékenységét kifejti stb.

A jogi szempontú elemzés megvizsgálja, hogy a cég milyen alapító okiratokkal rendelkezik, milyen a helyzete kereskedelmi jog¹⁷, tulajdonjog szempontjából, mennyire van biztosítva károk ellen, vannak-e peres ügyei, betartja-e a munkajogi törvényeket stb. A humán erőforrások állapotát is tükrözi az elemzés. Felsorolja a cég vezetésében fontos szerepet játszó embereket, elemzi az alkalmazottak struktúráját¹⁸, bemutatja a bérezési politikáját stb. Az elemzés tartalmazza a cég műszaki állapotát bemutató adatokat is, ahol megtalálható, hogy mit állít elő a vállalat (ha a termelői szektorban végzi tevékenységét), milyen gyártási technológiát alkalmaz, mekkorák a gyártási kapacitásai, milyen minőségellenőrzési kritériumnak felel meg, hogyan valósul meg a nyersanyaggal való ellátás stb. A pénzügyi helyzetet különböző mutatókkal, illetve a vállalat három évre visszamenőleg elemzett mérlegével tükrözik. Általában négyféle mutatót számolnak¹⁹:

- mérleg struktúráját jellemző mutatók;
- pénzügyi egyensúlyi mutatók;
- forgási sebességek;
- megtérülési mutatók;

Mérleg struktúráját jellemző mutatók		
Befektetett eszközök	= Összes befektetett eszközök	*100
	Összes eszközök	
Készletek	= Összes készletek	*100
	Összes eszközök	
Forgóeszközök	= Összes forgóeszközök	*100
	Összes eszközök	

Saját tőke	= Saját tőke	*100
	Összes források	
Tartozások	= Tartozások	*100
	Összes források	
Pénzügyi egyensúlyi mutatók		
Pénzeszközök aránya az összes eszközökben	= Pénzeszközök	*100
	Összes eszközök	
Likviditási gyorsráta	= Követelések+Pénzeszközök	*100
	Összes eszközök	
Likviditási ráta	= Követelések+P.eszközök+Készletek	*100
	Összes eszközök	
Forgási sebességek		
Eszközök forgási sebessége	= Eszközök.	*100
	Üzleti forgalom	

Készletek forgási sebessége	= Készletek	*100
	Üzleti forgalom	
Követelések forgási sebessége	= Követelések	*100
	Üzleti forgalom	
Saját tőke forgási sebessége	= Saját tőke	*100
	Üzleti forgalom	
Kötelezettségek forgási sebessége	= Kötelezettségek	*100
	Üzleti forgalom	
Megtérülési mutatók		
Hozzáadott érték	Üzleti forgalom - az eladott áruk költsége - kellékköltség - munkálati költségek	
Tőkemegtérülési ráta	= Bruttó profit	*100
	Összes eszközök	

Befejezés

A privatizáció túlságosan lassú volta és vontatottsága késlelteti a piacgazdaság kialakulását, az elengedhetetlen szerkezetváltást, és minél tovább maradnak az állami vállalatok állami tulajdonban, annál inkább tönkremennek,

értékük annál inkább erodálódik.

Privatizálni, és úgy privatizálni, hogy az eladandó vállalatokat jól árazzák be, nehéz feladat. Nem szabad azt hinni hogy ez csak nekünk nehéz, bár kétségkívül Románia a közép-kelet-európai térség szürkületi zónájába tartozik. A gazdasági reformhoz nem elegendő privatizálni és megteremteni a szabad verseny feltételeit. A stabil piacgazdaság kialakításához szabályozni kell a piacokat, korrekt versenyfeltételeket kell teremteni, növelni kell a gazdasági mozgások átláthatóságát, és védeni a kisbefektetők érdekeit²⁰.

Irodalom

ANEVAR: *Curs formare evaluatori de întreprinderi*, Cluj-Napoca, 11-21 iunie, 1997.

Batrâncea, Ioan: *Analiza financiara*. Ed. Dacia, Cluj-Napoca, 2000.

Bélyácz Iván: *Privatizáció - Tanulmányok a gazdasági rendszerváltás időszakából*. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, 1993.

Brealey - Meyers: *Modern vállalati pénzügyek*, PANEM - Mcgraw - Hill, Budapest, 1998, 17. fejezet.

Csáki György - Macher Ákos: *A magyarországi privatizáció 10 éve (1988-1997)*, digitális változat.

Az ECONOMIX RT. által kialakított privatizációs eljárás rendszere, ECONOMIX RT. Privatizációs Ügynökség, Budapest, 1991.

Frydman, Roman - Rapaczynski, Andrej: *Privatizarea în Europa Rasariteana*, Central European Privatization Project, 1993, 76.

Dr. Kurtán Lajos - Dr. Vadászlaki Ilona: *Piacgazdaság: Privatizáció. Élet és Tudomány*, 1999. 18. szám.

Savas, Emmanuel S.: *Privatizáció (Hogyan vonuljon ki az állam a gazdaságból?)*. Akadémiai Kiadó, Budapest, 1993.

Tichy, Geiserich E.: *Vállalkozások értékelése, Alapismeretek. Módszerek - Gyakorlat*. Gloria Kiadó. Az Industrieverlag Peter Linde GmbH kiadása alapján, Wien 1990.

Vorzsák Magdolna - Mezei Géza - Molnár Judit: *A romániai állami vállalatok működését gátló tényezők és ezek kiküszöbölésének lehetőségei a piacgazdaságra való átmenet időszakában*, RMKT, Kolozsvár.

www.privatization-authority.ro

www.privatization.nordest.ro

www.anevar.ro

www.cipe.ro

www.berd.ro

www.jolis.worldbankimflib.org/Pathfinders/Countries/RO/roprivatize.htm

www.investromania.ro

www.oecd.org

Jegyzetek

¹ Savas, Emmanuel, S.: *Privatizáció (Hogyan vonuljon ki az állam a gazdaságból?)*. Akadémiai Kiadó, Budapest, 1993, 287.

² Az állami vállalatok privatizálása. *Írások a prosperitásról*, http://www.cipe.hu/publication_pros2.asp

³ Forrás: From Plan to Market. World Development Report 1996. (Világbank-kiadvány)

⁴ Csáki György - Macher Ákos: A magyarországi privatizáció 10 éve (1988-1997). *Privatizációs Füzetek*. Digitális változat.

⁵ Dr. Janusz Lewandowski, lengyel privatizációs miniszter.

⁶ Sárközy Tamás Ausztriában. Bécsi rege, *Bank és tőzsde*, IX. évfolyam 46. szám, 2001. november 16.

⁷ A hangadó nagy társaságok állami tulajdonban vannak: ilyen a Petrom(olajipar), a Conel (áramszolgáltató), a Termoelectrica (villamos energiatermelő), a CFR Marfa (vasúti áruszállítás) és a CFR Calatori (vasúti személyszállítás), vagy a Romgaz (gázszolgáltatás).

⁸ A különbség egyik oka az a jutalék lehet, amelyet a befektető a vállalat irányításához szükséges részvénycsomag megszerzéséért hajlandó fizetni. A másik különbség abból adódhat, hogy a vállalat értékelésének egyéni becslése eltér a piaci árban foglalttól. [Roman Frydman, Andrej Rapaczynski: *Privatizarea în Europa Rasariteana*, Central European Privatization Project, 1993.]

⁹ Mint például: becsült P/E ráták, a vállalat utóbbi évek során elért eredményei, a piacon jelen levő hasonló vállalatok árának átlaga stb. [Roman Frydman, Andrej Rapaczynski: *Privatizarea în Europa Rasariteana*, Central European Privatization Project, 1993.]

¹⁰ Mivel nem elég stabil a piac.

¹¹ Nyerve, ha pontosak a becslései, vagy veszítve, ha nagyobb hibákat követett el, mint a többiek.

¹² Az állam részéről.

¹³ A vagyoni helyzet felmérése lényeges eleme a vizsgálatnak, a vállalat tényleges értéke a vállalat eszközeinek értékétől azonban jelentősen eltérhet.

¹⁴ Geiserich Eduard Tichy: *Vállalkozások értékelése. Alapismeretek. Módszerek-Gyakorlat*. Gloria Kiadó, az Industrieverlag Peter Linde GmbH kiadása alapján, Wien 1990.

¹⁵ P/E: árfolyam és bevétel aránya.

¹⁶ A RASDAQ elektronikus tőzsdén nem kötelező nyilvánosságra hozni a pénzügyi mérlegeket, így a sorozatos visszaélések miatt a kereskedést fel kellett függeszteni. Az itt jegyzett 5427 cégből 15 adásvétele volt szabályos, 1500 cég papírjaival sohasem kereskedtek, (www.oecd.org, Romániáról szóló OECD-jelentés, 2001. december 12.)

¹⁷ Használ-e valamilyen védett márkanevet stb.

¹⁸ Elemzés kor, szakképzettség, életkor szerint.

¹⁹ Az ANEVAR (Asociatia Nationala a Evaluatorilor din România) cégértékelőket képző kurzusa alapján.

²⁰ Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) december 12-én kibocsátott jelentése szerint.

- Varga Attila: A román Alkotmány módosításának időszerűsége (elvi szempontok, javaslatok, észrevételek)
- Kántor Zoltán: Az állam és az alkotmány
- Takács Ferenc László: Alkotmányosdi
- Toró T. Tibor: Alkotmányozás és közösségi felelősség
- Tóth Judit: Alkotmányos hit - politikai illúziók nélkül
- Veress Emőd: Az 1991-es román Alkotmány reformja
- Victor Ducelescu: Az Alkotmány felülvizsgálatának néhány elméleti és gyakorlati szempontja
- Iulian Poenaru: Gondolatok egyes alkotmányos rendelkezések demokratikus természetéről
- Dr. Sulyok István: Az alkotmányosság kérdése Romániában
- Dr. Willer József: A kisebbségi jog az utódállamok alkotmányaiban
- 2.2. Az 1991-es Alkotmány vitája. Az alaptételek megvitatása
- Michael Mann: Megállította-e a globalizáció a nemzetállam emelkedését?
- Kiss Dénes: A határon túli magyarság egészségügyi helyzete és a státustörvény egészségügyi kedvezményeivel szembeni viszonyulása
- Balázs Sándor: Hatvanéves a "Huszonkét év"
- Jobbágy István: A kisebbségek fogalmának meghatározási problémája a nemzetközi kapcsolatokban
- Tóth Károly Antal: "A nemzet halott!"
- Zakota Zoltán: A romániai magyarság intézményrendszerének gazdasági feltételeiről
- Demény Gyöngyvér: Kisebbségek oktatási jogai és a magyar tannyelvű felsőfokú oktatás Romániában
- Gáti Attila - Orbán Márta: Privatizáció és vállalatértékelés
- Nagy Csongor István: A romániai kisebbségi jog 1945 és 1989 közötti történetének tendenciái, különös tekintettel a romániai magyarság történetére (I.)
- A nemzetiségi irodalom válogatott bibliográfiája 1990
- Az alkotmány-javaslat főbb szakaszai

(c) Jakabffy Elemér Alapítvány, Media Index Egyesület 1999-2004
Impresszum | Médiaajánlat | Adatvédelmi záradék