

Ireneusz Ignaciuk

Jak ustalać wartość przedsiębiorstwa?

I. Ignaciuk – Wydział Zarządzania UW.

Problemem niezwyklej wagi związanym z procesem prywatyzacji jest wycena wartości przedsiębiorstwa. Poszukiwanie „obiektywnej” miary wartości jest szczególnie istotne ze względu na formułowanie przez niektóre ośrodki opiniotwórcze tez o wyprzedzaniu majątku narodowego. Precyzyjne ustalenie wartości przedsiębiorstwa jest obecnie praktycznie niemożliwe z braku sprzyjającego otoczenia ekonomicznego. W krajach zachodnich cena przedsiębiorstwa ustalana jest – jak każda prawdziwa cena – na rynku, a właściwie na jego segmencie zwanym rynkiem kapitałowym. W Polsce obecnie i w najbliższej przyszłości nie będzie w pełni ukształtowanego tego rodzaju rynku.

W praktyce krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej, w których transakcje kupna-sprzedaży przedsiębiorstw stanowią normalną praktykę gospodarczą wykształciły się różne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa. Należy przy tym stwierdzić, że nie istnieje pojęcie „wartości obiektywnej”. Wartość przedsiębiorstwa jest różna dla każdego podmiotu gospodarczego. Wpływ na tę wartość ma sytuacja ekonomiczna firmy, sytuacja w kraju, a nawet na świecie. Wartość jest również kształtowana w dużym stopniu przez czynniki subiektywne. Wymienić można następujące główne sposoby rozumienia wartości przedsiębiorstwa (1):

Wartość rynkowa – jest to wartość, która ukształtowała się w momencie transakcji dokonywanej na rynku. Możemy ją określić tylko ex post. Przed dokonaniem transakcji możemy jedynie próbować przewidzieć cenę. Nie dotyczy to oczywiście transakcji, które mają charakter ciągły (np. obrót na giełdzie). Wartość rynkowa przed transakcją może być jedynie określana przez analogię do innych transakcji.

Wartość rynkowa może być definiowana również jako cena, którą uzyskujemy w momencie transakcji. Jest to cena przy której (2):

1. Kupujący i sprzedający, dokonując transakcji kupna-sprzedaży, motywowani są chęcią własnego zysku.
2. Kupujący i sprzedający są dobrze poinformowani i działają racjonalnie.
3. Przedmiot sprzedaży „eksponowany” jest w określonym czasie na rynku.
4. Płatność następuje w gotówce, w jej ekwiwalencie lub na określonych warunkach finansowych.

Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa – którą określa zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysków. Znajduje ona odzwierciedlenie w zdyskontowanych strumieniach pieniężnych netto (cash flow).

Wartość księgowa – wartość aktywów netto jest to wartość całości przedsiębiorstwa wynikająca z zapisów księgowych. Stanowi ona różnicę pomiędzy aktywami przedsiębiorstwa i jego zadłużeniem odzwierciedlonym w pasywach. Wartość aktywów powinna być zweryfikowana, gdyż np: zapasy produkcji mogą nie być ewidencjonowane według cen zbytu, niektóre należności mogą być nieściągalne.

Wartość likwidacyjna – jest to wartość odzwierciedlająca cenę, jaką można uzyskać za przedsiębiorstwo w momencie sprzedaży majątku przedsiębiorstwa jako całości lub części majątkowych (maszyn, budowli, ziemi).

Wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa jako całości zakłada, że kupujący będzie wykorzystywał wszystkie lub większość składników majątkowych (budynki, ziemia, wyposażenie) do dalszej produkcji, przy czym będzie to produkcja w innym kształcie. Wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa jako składników majątkowych – stanowi sumę cen uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych części, w określonym czasie.

Wartość odtworzeniowa, która odpowiada wysokości nakładów finansowych, niezbędnych do odtworzenia takich samych zdolności produkcyjnych w danym momencie czasu. Obejmuje ona głównie wartość środków trwałych, ale także:

- zakup patentów,
- uzyskanie licencji i pozwoleń,

- zorganizowanie kanałów dystrybucji,
- nabór i szkolenie pracowników. Możemy ją utożsamiać z wysokością pierwotnego kosztu utworzenia przedsiębiorstwa lub poszczególnych aktywów.

Wartość „zastawna” – jest to wartość określana jako zabezpieczenie kredytu bankowego. Stanowi ona procent wartości aktywów netto firmy, której bank udziela kredytu.

Wartość przedsiębiorstwa jako żyjącego organizmu gospodarczego – wynika z funkcjonowania pewnej formy organizacyjnej bez względu na stan zasobów finansowych. Odzwierciedla ona efekt synergii, który występuje dzięki istnieniu np: struktury organizacyjnej, założeń, zdolności i kwalifikacji kadry zarządzającej, związków kooperacyjnych, „goodwill”, pozycji na rynku itp.

Prezentacja koncepcji wartości przedsiębiorstwa wskazuje, że wartość tego samego obiektu w tych samych warunkach może być różna w zależności od celu wyceny. Inną będzie wartość firmy określana jako zastaw pod uzyskany kredyt, a inna dla inwestora, który zamierza nabyć kontrolny pakiet akcji.

Różne podejścia do wartości przedsiębiorstwa pozwalają jedynie określić pewien zakres wartości, od którego mogą rozpocząć się negocjacje, dotyczące ceny.

W naszych warunkach transakcje takie będą niezwykle skomplikowane. Wskazują na to choćby doświadczenia zgromadzone w trakcie negocjacji warunków kontraktów spółek z udziałem podmiotów zagranicznych. W warunkach polskich jest to tym bardziej trudne, że w przypadku przedsiębiorstw państwowych w negocjacjach uczestniczy ze strony sprzedającego (skarbu państwa) osoba(y), której interes nie pokrywa się z interesem właściciela.

Z punktu widzenia inwestora (kupującego) wartość przedsiębiorstwa zależy od jego zdolności do generowania przyszłych zysków. Inwestor poszukuje takich możliwości lokaty kapitału, które przy danym stopniu ryzyka zagwarantują mu maksymalną stopę zwrotu zainwestowanego kapitału tj. jego zwrot w mo-

żliwie najkrótszym czasie. Atrakcyjność inwestycji zależy od przyszłych zysków oraz możliwej do uzyskania stopy rentowności kapitału. Poziom akceptowanej stopy rentowności jest inny dla każdego nabywcy i zależy od jego alternatywnych możliwości inwestowania.

Potencjalnego nabywcy nie interesują historyczne koszty, związane z wartością księgową kupowanego przedsiębiorstwa.

Koszty odtworzenia nie stanowią też wystarczającej podstawy do wyceny, gdyż istnieją alternatywne możliwości zbudowania identycznych mocy produkcyjnych.

Z punktu widzenia inwestora metodą optymalną jest wycena oparta na skapitalizowanych strumieniach pieniężnych netto, które wynikają ze szczegółowego planu zawierającego przewidywane możliwości w zakresie produkcji, kosztów, podatków, cen, popytu itp.

Suma przewidywanych strumieni wpływów i wydatków pieniężnych (cash flow) stanowi podstawę określenia efektywnej wartości ekonomicznej, która powiększona o wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa oraz zdyskontowana określać będzie wartość przedsiębiorstwa. Algebraicznie obliczenie cash flow możemy zdefiniować jako:

przychody netto (net income)
 – **podatki (taxes)**
 + **amortyzacja (depreciation)**
 – **zmiany wielkości kapitału obrotowego netto (changes in net Working Capital)**
 – **wydatki kapitałowe (capital expenditures)**
 co daje:
nadwyżkę przepływów netto (net cash flow)

Zdyskontowana suma nadwyżek przepływów netto w okresie zazwyczaj 20 lat powiększona o wartość likwidacyjną, stanowi obliczoną wartość przedsiębiorstwa. Prezentuje to poniższy wzór:

$$W = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

W – wartość przedsiębiorstwa

c – net cash flow w roku t

r – przyjęta stopa dyskonta odzwierciedlająca ryzyko

Stopa dyskontowa określa możliwości alternatywnego inwestowania oraz stopień ryzyka danej inwestycji.

Jeżeli sprzedający i kupujący uzgodnią metodę obliczania wartości przedsiębiorstwa, założenia oraz metodologię planu (business plan'u), wówczas negocjacje będą się koncentrować wokół wysokości stopy dyskontowej. Nabywca będzie chciał określić stopę dyskontową na jak najwyższym poziomie, sprzedający natomiast na jak najniższym.

Z reguły silniejsza jest pozycja negocjacyjna nabywcy. Jeżeli sprzedający nie chce się zgodzić na jego warunki, transakcja nie zostaje zawarta. W takim przypadku negocjacje trzeba rozpoczynać z innym kupującym.

Inną metodą oceny wartości przedsiębiorstwa jest metoda ekstrapolacji przyszłych dochodów. Punktem wyjścia jest zbudowanie funkcji dochodów z okresu pięciu-siedmiu poprzednich lat i następnie określenie, oparte na tej funkcji, przyszłych dochodów, które zsumowane pozwalają określić przybliżoną wartość przedsiębiorstwa.

Istnieją również inne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa – są one z reguły uproszczeniem metody kapitalizacji przyszłych dochodów (3).

Sądzymy, że w naszych warunkach przydatne są trzy metody wyceny.

1. Wycena według wartości aktywów netto

Wartość przedsiębiorstwa obliczana na podstawie wartości aktywów netto stanowi pierwsze w miarę obiektywne przybliżenie jego oczekiwanej ceny. Wartość aktywów można określić przyjmując aktualne ceny oraz ich faktyczną przydatność, zaś wartość zadłużenia doprowadzić do wielkości rzeczywistych. Wartość aktywów netto stanowi różnicę pomiędzy realną wartością aktywów a realnym zadłużeniem przedsiębiorstwa. Wadą tej metody jest jej statyczny charakter. Daje ona pogląd na wartość przedsiębiorstwa w wybranym momencie. Abstrahuje od wpływu otoczenia na tę wartość i nie stwarza możliwości wyceny niematerialnych składników przedsiębiorstwa, np: goodwill (4).

2. Metoda wyceny na podstawie zdyskontowanych strumieni pieniężnych netto.

Wartość obliczana metodą zdyskontowanej sumy nadwyżek finansowych netto (net cash flow). Jest to metoda zarazem lepsza i trudniejsza. Pozwala ona na najbardziej prawidłową ocenę wartości przedsiębiorstwa. Wymaga jednakże bardzo wysokich i wszechstronnych kwalifikacji od osób opracowujących tzw. business plan, w którym musi być uwzględniony wpływ otoczenia na sytuację sprzedawanego przedsiębiorstwa oraz wszystkie rezerwy wewnętrzne (np. system zarządzania, poziom kadry menedżerskiej, struktura produktów, poziom zapasów, jakość produktów, rynki zbytu, zużycie materiałów itp.) Negatywny wpływ na ten sposób wyceny ma niestabilny system gospodarczy.

Jak łatwo zauważyć, rozrzut wyników może być bardzo duży, ponieważ ocena przedsiębiorstwa i otoczenia, w którym działa jest w jakimś stopniu subiektywna. Kupujący i sprzedający będą mieć zapewne także różne podejście do planu. Horyzont takiego planu jest ograniczony.

Podobnie jak w planowaniu działalności, stosuje się różne podejścia dla różnych horyzontów czasowych. Szczegółowy plan można opracować na okres 5 lat, a dla lat następnych – mniej szczegółową prognozę. Przyjęta metoda obliczania wartości przedsiębiorstwa determinuje, że maksymalna długość okresu tej prognozy wynosi 20 lat. Wpływ z zysku z kolejnych okresów powyżej 20 lat na wartość i cenę przedsiębiorstwa jest nieistotny.

3. Wycena według wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa.

W polskiej prywatyzacji wartość ta może być brana bardzo często pod uwagę. Dotyczy to sytuacji, gdy przedsiębiorstwo postawione formalnie w stan likwidacji jest przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży. Brak w Polsce wotnego rynku środków produkcji nie pozwala jednak precyzyjnie określić cen możliwych do uzyskania.

Ze względu na duże obciążenie wadami poszczególnych metod wyceny firmy oraz różne możliwości interpretacji wartości firmy poszczególne metody należy traktować jako pewne przybliżenie i tam, gdzie jest to możliwe, poddawać weryfikacji rynkowej.

Stosowanie poszczególnych metod wyceny powinno być uzależnione od potencjalnych nabywców oraz od formy sprzedaży. Na przykład sprzedaż publiczna (public offering) obywatelom polskim nie musi wymagać tak precyzyjnej wyceny, jak sprzedaż kapitałowi zagranicznemu.

Dla celów porównawczych wskazane byłoby wycenianie przedsiębiorstwa za pomocą dwóch lub trzech metod.

Musimy jednak mieć świadomość, iż posługiwanie się nawet najbardziej wyrafinowanymi metodami nie gwarantuje, że wyliczona wartość jest „obiektywna”. Ostatecznie wartość jest ustalana w trakcie negocjacji pomiędzy kupującym a sprzedającym. Każdy z nich dąży do osiągnięcia własnych celów. Kupujący będzie dążył do zakupu po jak najniższej cenie, sprzedający natomiast będzie dążył do osiągnięcia ceny jak najwyższej. Jak wykazują doświadczenia zachodnie, cena sprzedaży w niewielkim stopniu zależy od strategii i taktyki stosowanej przez negocjujące strony. W większości przypadków transakcje są zawierane po cenie proponowanej przez kupującego. Czy w takiej sytuacji znajdzie się skarb państwa?

Ireneusz Ignaciuk

1. Klasyfikacja zaproponowana przez Jacoba S. Dreyera z Investment Company Institute – Podkowa Leśna 12-16.02.1990r.

2. Valution in privatization of public enterprises. Dimitri A. Plionis, Vienna, 1989.

3. W opracowaniu pominięto metody wyceny oparte na notowaniach giełdowych jako nie mających na razie zastosowania w warunkach polskich.

4. Na temat wyceny goodwill patrz S.KA-SIEWICZ „Zasady wyceny majątku firmy” (maszynopis powielony).