

Ryszard Borowiecki, Andrzej Jaki

Zróźnicowanie ujęcia wartości reputacji w procesie wyceny przedsiębiorstw

W publikacjach zagranicznych omawiających metody wyceny – wartość przedsiębiorstwa jest często definiowana jako suma zysków, które przyniesie ono swoim właścicielom w okresie funkcjonowania. Aby uwzględnić zmiany wartości kapitału w czasie, zyski w kolejnych latach podlegają dyskontowaniu w momencie przeprowadzenia wyceny. Takie podejście do wartości przedsiębiorstwa nosi nazwę dochodowego. Zgodnie z nim wartość przedsiębiorstwa wynosi¹⁾:

$$W = \frac{Z}{r} \quad (1)$$

gdzie:

W – wartość przedsiębiorstwa,
Z – przeciętny roczny zysk netto,
r – stopa dyskontowa.

Z podanego sposobu ujmowania wartości przedsiębiorstwa wynika, iż przeciętny roczny zysk jest równy zwykłemu rocznemu oprocentowaniu wartości przedsiębiorstwa. Biorąc pod uwagę fakt, że na wartość przedsiębiorstwa składa się zarówno wartość jego majątku, jak i wartość elementów pozamajątkowych określanych w literaturze angielskojęzycznej jako „Good-will”, w niemieckojęzycznej – „Geschäftswert”, natomiast w naszym kraju najczęściej – oprócz dwóch wymienionych – używa się pojęcia „wartość reputacji”, wzór (1) można przedstawić w postaci:

$$M + G = \frac{Z}{r} \quad (2)$$

gdzie:

M – wartość majątku netto przedsiębiorstwa,
G – wartość reputacji,
pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorze poprzednim.

Przekształcając powyższą formułę obliczeniową otrzymuje się:

$$(M + G) \cdot r = Z \quad (3)$$

zatem

$$M \cdot r + G \cdot r = Z \quad (4)$$

Zatem roczny zysk przedsiębiorstwa jest równy sumie oprocentowania wartości jego majątku oraz oprocentowania posiadanej przez nie wartości reputacji. Prowadzi to do wniosku, iż zysk jest sumą dwóch elementów mających swoje źródła w jakże odmiennych składnikach wartości przedsiębiorstwa. Wobec tego można zapisać, iż:

$$Z_m = M \cdot r \quad (5)$$

oraz

$$Z_g = G \cdot r \quad (6)$$

gdzie:

Z_m – zysk majątkowy równy zwykłemu oprocentowaniu wartości majątku,

Z_g – zysk od wartości reputacji, tzw. roczna renta od wartości reputacji,

pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorach poprzednich.

Wstawiając wzory (5), (6) do wzorów (1) i (2) można formułę ustalania wartości przedsiębiorstwa wyrazić następująco:

$$W = \frac{Z_m}{r} + \frac{Z_g}{r} \quad (7)$$

Opierając się na wzorze (7) wartość przedsiębiorstwa można zdefiniować jako sumę następujących dwóch składników:

● sumy zdyskontowanych zysków majątkowych przedsiębiorstwa równych wartości jego majątku

$$\left(\frac{Z_m}{r} = M\right),$$

● sumy zdyskontowanych zysków od wartości reputacji przedsiębiorstwa.

Powyższy, dochodowy sposób

wyznaczania wartości przedsiębiorstwa zakłada nieskończenie długi okres generowania zysków pochodzących z obu wymienionych źródeł. O ile można (z pewnym przybliżeniem) przyjąć takie założenie w stosunku do pierwszego elementu (zwykle – na poziomie rynkowej stopy procentowej – stopa zwrotu od zainwestowanego kapitału), to przyjęcie analogicznego założenia w stosunku do drugiego elementu może budzić i budzi wiele zastrzeżeń. Wynikają one z faktu, iż na wielkość wartości reputacji wpływają m.in. takie elementy, jak liczba konkurujących przedsiębiorstw oraz wielkość i nowoczesność potencjałów produkcyjnych tych przedsiębiorstw. W efekcie zmieniającej się liczby przedsiębiorstw na rynku oraz prowadzenia przez nie inwestycji rozwojowych umożliwiających unowocześnianie przedsiębiorstwa, zmienia się również wielkość rocznych zysków od wartości reputacji.

Biorąc pod uwagę powyższe zastrzeżenia – teoria i praktyka wyceny przedsiębiorstw stworzyła metody uwzględniające zyski od wartości reputacji tylko za okres kilku najbliższych lat²⁾. Wówczas wartość reputacji przyjmie postać:

$$G = \sum_{t=1}^n (Z - Z_m) \frac{1}{(1+r)^t} t = (Z - r \cdot M) \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} \quad (8)$$

gdzie:

n – długość okresu naliczania zysków od wartości reputacji, pozostałe oznaczenia tak jak we wzorach poprzednich.

Wykorzystując wzór na sumę składników ciągu geometrycznego po przekształceniu otrzymuje się:

$$G = (Z - r \cdot M) \cdot \frac{1}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right) \quad (9)$$

Drugi czynnik ilorazu stanowiący sumę n -kolejnych współczynników dyskontujących nazywany jest współczynnikiem łącznego dyskonta, bądź współczynnikiem wartości zaktualizowanej renty rocznej (*present value of ordinary annuity*) przy stopie dyskontowej „ r ”³⁾.

Podstawiając:

$$\frac{1}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right) = a_{(n)} \quad (10)$$

otrzymujemy:

$$G = a_{(n)} (Z - r \cdot M) \quad (11)$$

Wstawiając obliczoną wartość reputacji do wzoru na wartość przedsiębiorstwa uzyskujemy:

$$\begin{aligned} W &= M + G = \\ &= M + a_{(n)} (Z - r \cdot M) \quad (12) \end{aligned}$$

Powyzsza formuła ujmowania wartości reputacji stanowi element tzw. metody U.E.C. obliczania wartości przedsiębiorstwa, a uzupełniona wartością majątku – zgodnie ze wzorem (12) – daje w efekcie całkowitą wartość przedsiębiorstwa według wspomnianej metody. Metoda U.E.C – zwana również anglosaksońską – przyjmuje okres 3-8 lat jako właściwy dla naliczania renty od wartości reputacji przedsiębiorstwa⁴⁾.

W zbliżony sposób uwzględniają wartość reputacji dwie inne metody wyceny: metoda zakupu rocznego (*Jahrkaufmethode, Year's Purchase*) oraz metoda stuttgarcka (*Stuttgarter Verfahren*)⁵⁾. Pierwsza z wymienionych metod – wykorzystywana często w praktyce wycen w USA – polega na doliczeniu do wartości majątku przedsiębiorstwa prostej sumy zysków od wartości reputacji za kilka kolejnych lat. Wówczas wartość przedsiębiorstwa przyjmie postać:

$$W = M + n(Z - r \cdot M) \quad (13)$$

Jak wynika ze wzoru (13), elementem różniącym tę metodę od metody anglosaksońskiej jest nieuwzględnianie czynnika czasu. Bierze ona pod uwagę prostą sumę nie zdyskontowanych zysków od wartości reputacji przedsiębiorstwa za kolejne lata, przy czym zalecana długość okresu ich naliczania pozostaje bez zmian.

Również druga ze wspomnianych na wstępie metod – metoda stuttgarcka – nie dyskontuje zysków od wartości reputacji, a jedynie wprowadza opromowanie całej warto-

ści przedsiębiorstwa, którą to opisuje formuła:

$$W = M + 5(Z - r \cdot W) \quad (14)$$

Podstawiając:

$$Z = r \cdot D \quad (15)$$

gdzie:

D – wartość przedsiębiorstwa liczona metodą dochodową – zgodnie ze wzorem (1), pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorach poprzednich,

otrzymujemy:

$$\begin{aligned} W &= M + 5(r \cdot D - r \cdot W) = \\ &= M + 5r(D - W) \quad (16) \end{aligned}$$

Wartość reputacji jest tutaj uwzględniana jako specyficzna „nadwyżka reputacyjna” wartości przedsiębiorstwa według metody dochodowej (dochodowej wartości przedsiębiorstwa) nad jego wartością według metody stuttgarckiej. Mnożąc tę wartość przez stopę procentową (r) otrzymujemy przeciętny roczny zysk od wartości reputacji (Z_g). Jak z tego wynika, metoda stuttgarcka uwzględnia wartość reputacji wysokości pięciokrotnych przeciętnych rocznych zysków (nie zdyskontowanych) od wspomnianej „nadwyżki reputacyjnej”. Chcąc ostatecznie wyliczyć wartość przedsiębiorstwa, po przekształceniu wzoru (16) uzyskujemy:

$$W = M + \frac{5r}{1+5r} (D - M) \quad (17)$$

Wymienione i scharakteryzowane metody wyceny przedsiębiorstw w różnicowany sposób uwzględniają wartość reputacji przedsiębiorstwa. Uwzględniając ryzyko działania firmy na rynku, ograniczają one długość okresu naliczania zysków od tej części wartości przedsiębiorstwa do kilku najbliższych lat. Innym sposobem uwzględniania tego problemu jest przyjmowanie wyższych poziomów stóp dyskontowych dla zysków od wartości reputacji. Wówczas wzór (7) przyjmuje postać:

$$W = \frac{Z_m}{r} + \frac{Z_g}{r+\Delta r} \quad (18)$$

gdzie:

Δr – wielkość zwiększenia stopy dyskontowej dla zysków od wartości reputacji, pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorach poprzednich.

Ponieważ:

$$Z_m = r \cdot M \quad (19)$$

oraz

$$Z_g = Z - r \cdot M \quad (20)$$

to wówczas⁶⁾:

$$W = M + \frac{Z - r \cdot M}{r + \Delta r} \quad (21)$$

Oczywiście okres naliczania zysków od wartości reputacji może być również ograniczony. Zgodnie ze wzorami (8) i (9) otrzymujemy:

$$\begin{aligned} W &= M + (Z - r \cdot M) \left[\frac{1}{r + \Delta r} \cdot \right. \\ &\quad \left. \cdot \left(1 - \frac{1}{[1 + (r + \Delta r)]^n}\right) \right] \quad (22) \end{aligned}$$

Jeśli za $r + \Delta r$ podstawimy r' ($r' > r$), to zgodnie ze wzorami (10) i (22) wartość przedsiębiorstwa wyniesie:

$$W = M + a'_{(n)} (Z - r \cdot M) \quad (23)$$

gdzie:

$a'_{(n)}$ – współczynnik łącznego dyskonta dla stopy dyskontowej „ r' ” oraz „ n ” lat naliczania zysków od wartości reputacji,

pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorach poprzednich.

Prowadząc do otrzymania wartości przedsiębiorstwa metody: stuttgarcka, zakupu rocznego oraz dyskontowania zysków od wartości reputacji według wyższej stopy dyskontowej, za punkt wyjścia biorą wartość substancji majątkowej przedsiębiorstwa. Do niej to doliczana jest – ujmowana w różnicowany sposób przez poszczególne metody – wartość reputacji przedsiębiorstwa. Obok wymienionych metod istnieją inne, które w odmienny, bardziej bezpośredni sposób prowadzą do obliczenia wartości przedsiębiorstwa. Nie wymagają one bowiem odrębnego wyliczania wartości reputacji, chociaż wartość tę można w tych metodach oddzielić i podać w postaci liczbowej. Nie występuje przy tych metodach swoiste „rozwarstwianie zysku” (z niem. *Gewinnschichtung*), osobno jako tzw. zysk majątkowy a osobno jako zysk od wartości reputacji.

Do wymienionej grupy metod – obok bardziej znanych, takich jak niemiecka czy szwajcarska⁷⁾ – należą metody uwzględniające odpisy (amortyzację) od wartości reputacji. W zależności od długości okresu amortyzowania wartości reputacji można mówić o metodzie ciągłego

odpisywania wartości reputacji względnie o metodzie odpisywania tej wartości przez ściśle określony czas.

Pierwsza z wymienionych metod odejmuje od corocznego, średniego zysku kwotę otrzymaną z podzielenia wartości reputacji przez długość okresu jej amortyzowania. Dopiero tak otrzymany, skorygowany zysk podlega dyskontowaniu i sumowaniu. Zgodnie ze wzorem (1) otrzymujemy⁸⁾:

$$W = \frac{Z - G:m}{r} = \frac{Z}{r} - \frac{(W-M):m}{r} \quad (24)$$

gdzie:

m – liczba lat, przez które jest amortyzowana wartość reputacji,

pozostałe oznaczenia – tak jak we wzorach poprzednich.

Coroczne amortyzowanie wartości reputacji wynika z faktu jej ciągłego „zużywania się”, względnie konieczności ponoszenia dodatkowych nakładów na jej odnowienie. Jednak po pewnym czasie (równym „m” lat) zostanie ona całkowicie umorzona, a mimo to zgodnie ze wzorem (24) będzie dalej odpisywana, pomniejszając wartość przedsiębiorstwa. W związku z wątpliwościami co do celowości jej dalszego odpisywania,

powstała metoda, która uwzględnia odpisy od wartości reputacji tylko do momentu jej całkowitego umorzenia. Zatem suma odpisów będzie składała się z „m” składników. Wykorzystując współczynnik łącznego dyskonta dla „m” lat można zapisać wartość przedsiębiorstwa jako⁹⁾:

$$W = \frac{Z}{r} - a_{(m)} \left(\frac{W - M}{m} \right) \quad (25)$$

Wartość przedsiębiorstwa według tej metody, nazywanej od nazwiska jej twórcy metodą Grefa, można również obliczyć stosując wzór:

$$W = \left(Z - \frac{W - M}{m} \right) a_{(m)} + \frac{Z}{r} \cdot \frac{1}{(1+r)^m} \quad (26)$$

Pierwszy składnik wzoru (26) stanowi sumę zdyskontowanych zysków z „m” lat pomniejszanych rokrocznie o wartość odpisu od wartości reputacji. Składnik drugi to suma zysków od roku m + 1 zdyskontowanych na moment dokonywania wyceny.

Ryszard Borowiecki, Andrzej Jaki

Przypisy:

¹⁾ J.F. VOIGT, *Unternehmensbewertung und Potentialanalyse*, Gabler Verlag GmbH, Wiesbaden 1990, s.32.

²⁾ Zob. C. HELBLING, *Unternehmens-*

bewertung und Steuern, IdW Verlag GmbH, Düsseldorf 1991, s.103-105.

³⁾ *Wycena przedsiębiorstw. Metody – procedury – przykłady*, Praca zbiorowa pod red. R. BOROWIECKIEGO, Wyd. II, AE-TNOiK, Warszawa – Kraków 1993, s.85.

⁴⁾ Zob. Empfehlung der U.E.C.: *Vorgehenweise von Wirtschaftsprüfern bei der Bewertung ganzer Unternehmen*, [w:] C. HELBLING, op.cit., s. 533-534. W praktyce wycen przedsiębiorstw w Polsce przyjmuje się 5-letni okres prognozy zysków, a tym samym i naliczania wartości reputacji przy tej metodzie wyceny.

⁵⁾ C. HELBLING, op.cit., s.102.

⁶⁾ H. JACOB, *Die Methoden zur Ermittlung des Gesamtwertes einer Unternehmung*, „Zeitschrift für Betriebswirtschaft”, 1960, nr 3, s.140.

⁷⁾ Zob. szerzej na temat tych metod: R. BOROWIECKI, A. JAKI, *Wycena wartości firmy metodą niemiecką i szwajcarską*, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa”, 1992, nr 2, s.23-25.

⁸⁾ H. JACOB, op.cit., s. 134-135. Zob. również C. HELBLING, op.cit., s. 110.

⁹⁾ C. HELBLING, op.cit., s. 110 oraz H. JACOB, op.cit., s. 135-137.

Autorzy są pracownikami naukowymi Samodzielnego Zakładu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Akademii Ekonomicznej w Krakowie.

TO WARTO PRZEŻYĆ!!!

CENTRUM NEGOCJACJI I MARKETINGU

PROPONUJE

(tylko na zamówienie)

seminaria treningowe

SZTUKA NEGOCJACJI

prowadzi Paweł J. Dąbrowski, autor książki „Praktyczna teoria negocjacji”

Informacje i zgłoszenia:

CENTRUM NEGOCJACJI

I MARKETINGU

tel. 12-95-96, fax 15-08-42

mgr Danuła Dąbrowska

ul. Gruntowa 65

04-906 Warszawa

Do tej pory skorzystali

m.in.: BIG SA, FURNEL, ICL,

Kredyt Bank SA, DOZAMET,

Polski Bank Rozwoju SA.

Proponujemy

MARKETING:

doradztwo i szkolenia