

Bogdan Nogalski, Kazimierz Głowacki

Wartość przedsiębiorstwa w warunkach polskich — problemy z aplikacją wybranych metod

Z trzech możliwych ujęć wartości przedsiębiorstwa — księgowej, odtworzeniowej, likwidacyjnej — każda z nich przedstawia inną treść ekonomiczną.

Wartość księgową ze względu na niedoskonałość techniki księgowania (np. trudności naliczania amortyzacji, która wiernie odzwierciedlałaby proces zużycia danych środków trwałych) lub politykę podatkową rządów (tempo amortyzacji) może nawet znacznie różnić się od wartości rynkowej. W naszym kraju dodatkowo wpływa na to system aktualizacji majątku trwałego dokonany w latach 1989-1993. Wartość ta abstrahuje, zwłaszcza w grupie środków rzeczowych, od sytuacji ekonomicznej kraju, tj. kryzysu i gwałtownego spadku popytu na całe grupy środków trwałych i chęci zakupu niektórych obiektów (np. ośrodki wypoczynkowe, budynki itp.). Nieco wierniej wartość księgową oddaje wartość aktywów obrotowych, których cykl rotacji jest szybszy. Tutaj niezgodność między wartością księgową a rynkową dotyczy grupy zapasów „niechodliwych” wyrobów gotowych i podobnych zapasów magazynowych, a także pozycji „należności”, których uprawdopodobnienie spłaty jest często bardzo niskie. Zgodnie z art. 1025 kodeksu cywilnego wierzyciel dochodzący swoich roszczeń jest na siódmym miejscu w kolejności ich zaspokajania po pracownikach, ZUS-ie, Skarbie Państwa itd.

Ponadto, wiele dóbr materialnych nie ma w ogóle wyceny. Abstrahuje się tu od „goodwill”, którego znaczenie według nas jest w warunkach polskich, w odniesieniu do mniej znanych lokalnych przedsiębiorstw, przesadne, ale dotyczyć może np. wielu produktów (piwo, słodycze), dóbr przyjętych na rynku, które ma-

ją istotny wpływ na wielkość sprzedaży i zysków.

Mniejsze problemy występują z **wartością odtworzeniową**, której koncepcja jako ceny zakupu jest prosta. W Polsce jej mankamenty występują przede wszystkim w odniesieniu do budynków i budowli. Część z nich była budowana w końcu lat 60. i 70. według materiałochłonnych technologii; są to obiekty o dużych kubaturach. Wszystko to powoduje, że proste przeliczenie na zasadach aktualnych kosztów 1 m² lub 1 m³ i metrażu wycenia te obiekty bardzo wysoko. Natomiast nieliczny obrót, jaki występuje, zmniejsza tę wartość o 50-70%.

Wartość likwidacyjna (rynkowa, zbycia) jest najbardziej realną wartością. Tym niemniej należy zwrócić uwagę, że dobrze ukształtowany rynek wtórny na środki trwałe dotyczy tylko: komputerów, samochodów, środków transportu, częściowo sprzętu budowlanego i w pewnej części kserografów. Słabo jest rozwinięta informacja o cenach osiągniętych w przetargach na poszczególne środki. Wartość ta dotyczy tylko pojedynczych środków trwałych. Tym większy problem powstaje w przypadku wyceny praw użytkowania wieczystego ziemi (w Polsce 95% obrotu ziemią w miastach dotyczy działek budowlanych), budynków i budowli.

W przypadku przedsiębiorstwa, od kwoty uzyskanej ze sprzedaży w cenach rynkowych poszczególnych aktywów odjąć należy zobowiązania przedsiębiorstwa oraz koszty likwidacji, tj. koszty odpraw pracowniczych, utrzymania likwidatora, ochrony i zabezpieczenia majątku itp. Praktyka wskazuje, że niekiedy są to koszty bardzo wysokie.

Poniżej postaramy się zilustrować przykładem pojawiające się rozbież-

ności między wartością księgową a rynkową, i wyjaśnić ich przyczyny.

Na wycenę majątkową mają wpływ: wielkość aktywów i wielkość zobowiązań. Przy czym aktywa dzielą się na: aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Na podstawie głównych składników charakteryzujących te wielkości, wskazać można następującą pozycję, których wycena księgową może szczególnie rażąco odbiegać od rynkowej.

■ **Majątek trwały i inwestycje.** Pozycja ta może szczególnie rażąco odbiegać od cen rynkowych, zwłaszcza w pozycjach: budynki, budowle, inwestycje w toku.

W tabeli 1 przytoczono przypadki, z których wynika, że budynki i budowle nie są w stanie osiągnąć nawet 1/3 wartości księgowej; dotyczyć to może także udziałów krajowych, które są wskazywane najczęściej w wartości nominalnej.

■ **Majątek obrotowy.** Różnice między jego wartością rynkową a księgową są mniejsze niż w przypadku aktywów trwałych, gdyż podlega on szybszej rotacji. Jednak i w tym przypadku niektóre z tych aktywów mogą się różnić znacznie od wartości rynkowej.

Dotyczy to, na przykład, grupy zapasów — w tym przykładowo materiałów przez wiele lat składowanych w magazynie, towarów rynkowo niechodliwych, produktów, na które nie ma zbytu itp.

Drugą grupą, gdzie wycena rynkowa może odbiegać od księgowej są należności, z których część można uznać z różnych przyczyn za nieściągalne. Oczywiście żadnym zmianom nie ulegną środki pieniężne, które są zawsze wyrażone w wartości nominalnej.

■ **Zobowiązania**

Jeśli natomiast chodzi o zobowiązania, to na ogół przyjmuje się je

w ich wartości nominalnej, powiększone o ewentualne odsetki w przypadku ich przeterminowania.

Natomiast należy zwrócić uwagę, że przyjęcie ich w niższej wartości, niż wynika to z zapisów księgowych w zasadzie wpływa dodatnio na wartość firmy zgodnie z wzorem:

$$W_p = A - Z$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa
 A – aktywa przedsiębiorstwa,
 Z – zobowiązania.

■ Metody dochodowe

W Polsce do tych metod w obecnej chwili należy podchodzić z dużą ostrożnością. Po pierwsze – przy wycenach tego typu opieramy się na zapasach historycznych (lata ubiegłe) i projekcji przyszłości. Tymczasem rzeczywistość może różnić się zarówno od historii, jak i projekcji – zwłaszcza w okresie kryzysu, braku stabilizacji, zawężenia i likwidacji pewnych rynków (np. rolnictwo uspołecznione) i wysokiej inflacji. Metody te w przypadku ustabilizo-

jest praktycznie nieporównywalnych, oddając „skokowy” charakter aktualizacji środków trwałych. Nieco łatwiej jest liczyć efektywność strumieni (sprzedaży, kosztów, zysków) – zwłaszcza przy ich analizie w wartościach względnych.

Ze względu na spadek produkcji i rentowności (recesję lub niewykorzystanie zdolności produkcyjnych), wyceny te znacznie różnią się od wycen księgowych czy odtworzeniowych, co z kolei jest przedmiotem kontrowersji między sprzedającym (organem założycielskim) a kupującym (spółką lub pojedynczym inwestorem), podobnie jak nakładów inwestycyjnych (środki trwałe umorzono często w 80-90%) i przyrostu środków obrotowych netto (należności, a więc kredytowania odbiorców).

Wyniki uzyskane za pomocą tej metody pozwalają wówczas na oszacowanie stopnia względnego wykorzystywania majątku trwałego przedsiębiorstwa i jego potencjału produkcyjnego poprzez porównanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa z jego wartością odtworzeniową. Nie twierdzimy w tym miejscu, że metody te nie są przydatne – w sumie to one obnażają słabą zdolność do generowania zysku przy obecnym stanie rynku i gospodarki, ale są one najczęściej stosowane mechanicznie, a krańcowy koszt kapitału jest wręcz przyjmowany machinalnie, bez głębszej analizy i zrozumienia.

Ustawowa możliwość stosowania różnych metod do wyceny takiego samego przedmiotu może prowadzić do bardzo rozbieżnych wyników. Dlatego też problemy związane z wyceną przedsiębiorstw, określeniem ich wartości, występujące w Polsce, ze względu na niedorozwój rynku przedsiębiorstw powinny być stale analizowane.

Powinno to dotyczyć zarówno metod wyceny i „jakości” ich zastosowań w praktyce, jak i realizacji tych wycen do ustalonej w trakcie negocjacji „ceny przedsiębiorstw”, która to cena w tym momencie staje się ceną rynkową (z pewnymi elementami ceny administracyjnej).

Bogdan Nogalski, Kazimierz Głowacki

Tabela 1. Zestawienie budynków i budowli przeznaczonych do zbycia w Łęborku i okolicy w latach 1991-1992

Lp.	Wyszczególnienie	Wartość księgowa	%	Cena wywoławcza I przetargu	% do wartości księgowej	Cena wywoławcza II przetargu	Uwagi
		[mld]		[mld]		[mld]	
1.	PW „ATUT” Łębork Budynek biurowo- magazynowy	2,2	100,0	1,6	45,5	1,0	Brak nabywcy
2.	WŁÓKNOLEN Łębork p.p. Hala produkcyjna	2,2	100,0	2,2	54,5	1,2	Brak nabywcy, ogłoszono za 1/3 ceny, na raty
3.	„CERAMIKA” Łębork p.p. Budynek produkcyjny dwupiętrowy	3,5	100,0	1,2	22,9	0,8	Wycena dochodowa 1,45 mld
4.	„CERAMIKA” Pieszkowo Budynek produkcyjno- magazynowy	9,5	100,0	3,0	26,3	2,5	Wycena: odtworzeniowa – 7,5 mld dochodowa – 3,4 mld
5.	„CERAMIKA” Słupsk Budynek produkcyjno- magazynowy	4,4	100,0	2,0 09.1991	34,1	1,5 04.1992	Wycena 2,35 mld
RAZEM		21,8	100,0	10,0	32,1	7,0	

Na podstawie powyższego przykłądu stwierdzamy, że wycena księgowa nie spełnia wymogów porównywalności z realnymi cenami rynkowymi (dotyczy to również cen odtworzeniowych i likwidacyjnych). Dlatego też uważamy, że metody te winny być stosowane przede wszystkim do porównania i kontroli wyników za pomocą innych metod. Jedynie w specyficznych przypadkach, takich jak likwidacja przedsiębiorstwa lub analiza alternatyw inwestycyjno-odtworzeniowych mogą się one stać decydującym źródłem informacji do wyznaczenia wartości decyzyjnej.

wania rynku i otoczenia w miarę obiektywnie oceniają wartość przedsiębiorstwa. Natomiast w przypadku dużej turbulencji otoczenia mogą okazać się zawodne. Szczególną trudność nastęrcza konstrukcja stopy dyskontowej, która odzwierciedlałaby efektywność alternatywnych zastosowań kapitału, jak i stopień ryzyka inwestora nabywającego dane przedsiębiorstwo. Wysoka inflacja powoduje również, że rachunki te (stymulacje) prowadzi się w latach następnych. Przy znacznych przeszacowaniach środków trwałych w ciągu ostatnich 3-4 lat również wiele miar efektywności zasobów

Autorzy – prof. dr hab. Bogdan Nogalski i dr Kazimierz Głowacki są pracownikami naukowymi Instytutu Organizacji i Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.