

Bogdan Nogalski, Kazimierz Głowacki

Wycena przedsiębiorstw — podstawowe podejścia

Wartość przedsiębiorstwa ma różnicowaną postać. Jest pojęciem niejednorodnym. Składają się na nią zarówno środki trwałe, ziemia, jak i wyposażenie, środki obrotowe (zapasy, należności), inwestycje w toku, wiele wartości niematerialnych i prawnych, kwalifikacje, image firmy itd.

Teoria i praktyka gospodarcza w krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym wypracowała i zweryfikowała wiele metod umożliwiających oszacowanie wartości przedsiębiorstwa lub poszczególnych składników jego mienia¹⁾. Potrzeby szacowania wartości wynikają z różnych względów, np. z kupna lub sprzedaży przedsiębiorstwa, przekształcenia go i emisji akcji, fuzji, ewentualnie z zaciągnięcia poważnego kredytu inwestycyjnego. Służyć im mogą (grupując metody wyceny) następujące podejścia:

- majątkowe,
- dochodowe,
- mieszane.

Myślą przewodnią podejścia majątkowego jest stwierdzenie, że przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile wart jest majątek do niego przynależny. Odpowiada zatem na pytanie: jakiej wartości majątek (aktywa) może nabyć inwestor? W tym przypadku abstrahujemy od ich zdolności do stwarzania zysku, gdyż zastosowanie tych aktywów może (lecz nie musi) znaleźć diametralnie odmienne zastosowanie po zmianie właściciela. Może także wystąpić efekt synergiczny po włączeniu nabytego przedsiębiorstwa jako uzupełnienie w całkowicie nowy układ gospodarczy. Zaletami tej grupy metod są względna prostota, szybkość wyceny, łatwość porównań wyników wycen, stosunkowo niewielki rozrzut wyników, nawet przy dużej

liczbie niezależnych ekspertyz. Za wady należy uznać trudności w jednoznaczności interpretacyjnej²⁾, statyczność, korzystanie z danych nie w pełni odzwierciedlających rzeczywistą wartość użytkową składników majątku. Przytoczone wady tej grupy metod mają negatywny wpływ na wartość informacyjną w sytuacjach decyzyjnych. Podstawowe znaczenie ma tu pominięcie aspektu stopnia zorganizowania efektywności wykorzystania majątku, tzn. jego dochodowości. Ponadto podejście to zaniedbuje wiele takich istotnych elementów o charakterze niematerialnym wpływających na wartość przedsiębiorstw, jak: pozycja rynkowa, zakres prac badawczo-rozwojowych, znaki towarowe, marketing, sieć dystrybucji itp. Także aspekt jakości zarządzania nie jest w ogóle uwzględniony w wycenie realizowanej przy zastosowaniu podejścia majątkowego.

Według koncepcji dochodowej przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile przyniesie dochodu, począwszy od dzisiaj do nieskończoności, tj. w okresie objętym prognozą założenie to wydaje się najlepiej odpowiadać przesłankom racjonalnego wyboru ekonomicznego. A zatem o wartości firmy decyduje skala korzyści osiągniętych przez właściciela z działalności przedsiębiorstwa, opartych na przyszłym zarządzaniu i potencjalnych możliwych do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo wynikach.

Grupa metod z zakresu podejścia dochodowego patrzy na wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia wytwarzania i pomnażania wartości, a w związku z tym ocenia ewentualną efektywność inwestycji kapitałowej. Jako punkt wyjścia służy tu okres zwrotu w różnych mniej lub bardziej subtelnych mutacjach oraz analiza efektywności przyszłej inwe-

stycji kapitałowej z punktu widzenia ewentualnych alternatywnych zastosowań kapitału, w zależności od czasu i ryzyka inwestycyjnego. Realizowane technicznie jest to przez analizę stopy dyskontowej, która ujmuje wyżej wymienione czynniki, a także sprowadza do porównywalności strumienie wartości (pieniędzy) na dany moment czasowy.

Wartość przedsiębiorstwa ustala się w wyniku podejścia dochodowego zawiera w sobie syntetycznie ujęte informacje o całokształcie warunków zewnętrznych i wewnętrznych, w jakich funkcjonuje przedsiębiorstwo. Stanowi wypadkową wszystkich uwarunkowań korzystnych i niekorzystnych, uwzględniając przy tym ich wagę i wzajemne relacje. Uwzględnia ona także zdolność dochodową majątku w postaci zasobów rzeczowych i pieniężnych, jak również niematerialne składniki majątkowe odnoszące się do reputacji (*goodwill*) przedsiębiorstwa, w tym zasoby ludzkie, sprawność organizacyjną, powiązania z otoczeniem itp.

Do zalet tego podejścia należy zaliczyć dynamizm, wyrażający się w uwzględnianiu w wynikach wyceny możliwości rozwojowych przedsiębiorstwa, uwzględnianie w ich ramach efektywności firmy, tj. jej zdolności do generowania nadwyżki pieniężnej, uwzględnianie poziomu zarządzania. Za wady metod z tej grupy uznać należy relatywnie większą złożoność oraz znaczne ryzyko popełnienia błędu lub nawet dokonywania świadomych manipulacji. Chodzi tu w szczególności o problemy doboru parametrów i analizy *ex ante* warunków działania przedsiębiorstwa. Uzyskanie względnie dokładnych wyników w tego rodzaju analizach możliwe jest jedynie w stabilnych systemach gospodarczych oraz przy stosunkowo niskiej

inflacji. Znaczenie poznawcze podejścia dochodowego uwarunkowane jest w znacznym stopniu od interpretacji wyników i doświadczenia w prognozowaniu sytuacji gospodarczej.

Podejście mieszane stanowi połączenie metod majątkowych z metodami dochodowymi wartościowania przedsiębiorstwa jako całości. Podstawę wyceny według tego podejścia stanowi wartość substancji majątkowej przedsiębiorstwa, którą można ustalić dość dokładnie i obiektywnie. Przy określaniu *goodwill* zdolności do przynoszenia zysku (wartość reputacji jest równa sumie zdyskontowanej w ciągu „n” lat wartości spodziewanego zysku nad wymaganym przez inwestora niezbędnym zwrotem kapitału), elementy subiektywne, spekulatywne i niepewne podstawy szacowania są mniej istotne niż przy podejściu dochodowym. Majątek przedsiębiorstwa równoważny jest więc kapitałowi, jaki powinien włożyć inwestor, aby wejść w jego posiadanie. **Inaczej mówiąc, konstrukcja tego podejścia odpowiada na pytanie: czy wartość aktywów przedsiębiorstwa nie jest wyższa niż przewidywane zaktualizowane zyski?**³⁾ Podejście to łączy w sobie zalety wyżej wymienionych podejść, biorąc z nich to, co stanowi ich istotę, równocześnie eliminuje ich wady. Pewne wątpliwości co do przydatności tego podejścia może wywołać jego niejednorodna konstrukcja. Z uwagi na eklektyczność podejścia potencjalni użytkownicy nie są w stanie odnieść jej zalet do znanych

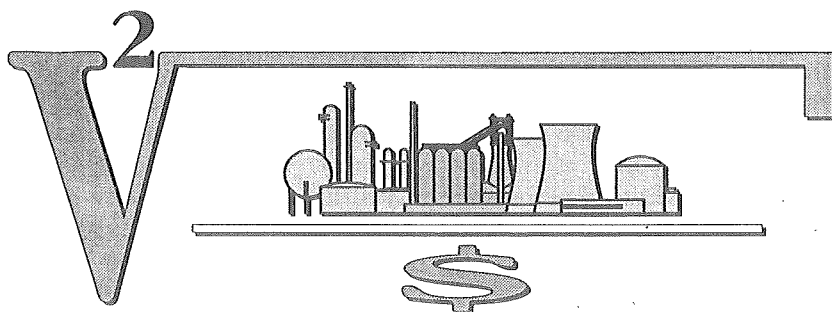
i stosowanych podejść klasycznych, tzn. dochodowego, opartego na wartości majątku, czy rynkowego. Natomiast z punktu widzenia sposobu prezentacji wyniku oraz organizacji samej wyceny, formuła ta ma istotne zalety, gdyż w sposób bezpośredni sugeruje strategię prowadzenia negocjacji w sprawach zmian własnościowych. Wydaje się, że w obecnej sytuacji gospodarki polskiej (ze względu na niską rentowność wielu polskich przedsiębiorstw), właśnie metody z tej grupy powinny znaleźć szersze zastosowanie.

Bogdan Nogalski,
Kazimierz Głowacki

PRZYPISY

- ¹⁾ Por. T. WAŚNIEWSKI, Z. MIKLEWICZ, *Metody wyceny przedsiębiorstwa w RFN*, EiOP 1992, nr 3; A. KAMELA-SOWIŃSKA, *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*, „Rachunkowość” 1992, nr 6 i 7; D. ZARZECKI, R. CZARNUCH, *Wycena przedsiębiorstw w Polsce*, „Rachunkowość” 1992, nr 162; *Wycena przedsiębiorstw, metody, procedury, przykłady*, praca zbiorowa pod red. R. BÓROWIECKIEGO, AE Kraków, TNOiK Warszawa-Kraków 1993, wyd. II.
- ²⁾ W.A. WERNER, *Kontrowersje metodologiczne wyceny przedsiębiorstw*, „Przeгляд Organizacji” 1993, nr 4.
- ³⁾ Por. T. BRUDZIAK, *Ile jest wartość przedsiębiorstwo*, Poltex 1990.

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



Stany Zjednoczone zajmują pierwsze miejsce w świecie w dziedzinie produkcji i wykorzystania baz danych. Amerykańscy badacze i decydenci korzystają z bardzo wielu różnych *serwisów online*¹⁾, które odpłatnie udostępniają bazy danych o pożądanym zakresie tematycznym. Jak wynika z informacji amerykańskiego Ministerstwa Handlu, w 1989 r. w USA obroty przemysłu *online* oceniono na 6,2 mld USD, z czego ok. 75% przypadało na bazy dotyczące gospodarki i finansów [12].

Największy amerykański *serwis online* to DIALOG funkcjonujący we współpracy międzynarodowej. Wśród wielu innych oferuje on bazy danych z zakresu biznesu, finansów i marketingu. W pracy [8], jako szeroko wykorzystywane w badaniach marketingowych (gabinetowych), wymienia się *serwisy online* Compu Serve, Data Resources, Dow Jones News/Retrieval oraz The Source.

Podobnie jak w Wielkiej Brytanii, ważnym źródłem informacji pozostają wszelkiego rodzaju księgi adresowe. Odpowiednikiem brytyjskiego *Current British Directories*, jest *Guide to American Directories* (Mc Graw-Hill Book Co.). Jeszcze inne przykłady źródeł wtórnych publikowanych w Wielkiej Brytanii i USA podaje S. Kaczmarczyk w swojej pracy [5].

Zewnętrzne źródła danych wtórnych w Polsce

Rodzaj, zakres i jakość informacji pochodzących z zewnętrznych źródeł wtórnych zależą od poziomu rozwoju instytucji tworzących informacyjną infrastrukturę rynku.

Ważniejsze z nich to:

- organy statystyki państwowej,
- instytucje samorządu gospodarczego (izby gospodarcze, zrzeszenia branżowe, związki producentów i handlowców),
- organy państwowej i samorządowej administracji gospodarczej i ich agendy,
- banki i inne instytucje obsługujące rynek,
- przedsiębiorstwa konkurujące i kooperujące,
- instytucje naukowe i biblioteki,
- redakcje czasopism, dzienników