

*Dariusz Zarzecki*

# Praktyczne aspekty wyceny przedsiębiorstw metodą wartości skorygowanych netto

## Problemy terminologiczne

**G**woli ścisłości należy zaznaczyć, iż zarówno w literaturze przedmiotu, jak i wśród praktyków wyceny nie ma zgodności w zakresie nazewnictwa, a przede wszystkim klasyfikowania poszczególnych metod (wariantów) wyceny. Na przykład, metoda wartości księgowej netto wymieniana jest w licznych podręcznikach jako jedna z ważnych metod majątkowych. W wielu z tych podręczników nie ma natomiast wzmianki o metodzie wartości skorygowanych aktywów netto. Z kolei, w niektórych profesjonalnych podręcznikach wyceny przedsiębiorstw często w ogóle nie mówi się o metodzie wartości księgowej jako odrębnej metodzie wyceny. Bilans przedsiębiorstwa jest tam jedynie punktem wyjścia do dokonania odpowiednich korekt służących ustaleniu wartości aktywów netto, która to wartość odpowiada wartości skorygowanych aktywów netto.

W Polsce metoda wartości księgowej netto w sposób pośredni została uznana za odrębną metodę wyceny, co znalazło swój wyraz m.in. w jej wskazaniu jako jednej z pięciu metod wyceny możliwych do zastosowania w związku z rozpoczętą w 1990 roku prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych. Z treści paragrafu 2 punkt 3 Rozporządzenia ministra przekształceń własnościowych z dnia 20 listopada 1990 r. w sprawie sposobu przeprowadzania analiz prawnych i ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa spółki, ich finansowania oraz kwalifikacji wymaganych od osób dokonujących analiz nie wynika co prawda wprost, że chodzi o metodę wartości księgowej, mówi się bowiem o tzw. metodzie według wartości aktywów netto (8 poz. 10). Niemniej, analiza kilkudziesięciu wycen przeprowadzonych na podstawie wspomnianego rozporządzenia wykazała, iż większość opracowań ograniczała się do wyznaczenia księgowej wartości kapitału własnego

bez dokonywania jakichkolwiek korekt pozycji aktywów, a tym bardziej pasywów.

Wydaje się, że wspomniane wątpliwości i dwuznaczności zostały dostrzeżone przez legislatorów odpowiedzialnych za treść nowego rozporządzenia. Warto zwrócić uwagę na brzmienie paragrafu 5 punkt 1 Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy [9 poz. 408]:

*§ 5.1. Oszacowanie wartości spółki albo przedsiębiorstwa państwowego jest dokonywane z uwzględnieniem wyników analizy, o której mowa w § 1, przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących:*

1. *zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych,*
2. *wartości odtworzeniowej,*
3. *wartości skorygowanej aktywów netto,*
4. *rynkowej wartości likwidacyjnej,*
5. *przy zastosowaniu mnożnika zysku.*

Wcześniejsze rozporządzenie mówi o metodzie według wartości aktywów netto, podczas gdy rozporządzenie z czerwca 1997 roku operuje terminem „metoda wartości skorygowanej aktywów netto”. Zmiana ta nie wydaje się przypadkowa, aczkolwiek ani w samym rozporządzeniu, ani w odpowiednim komentarzu nie podano żadnych odniesień umożliwiających jednoznaczne określenie, co rozumie się przez metodę wartości skorygowanej aktywów netto i na czym powinny polegać korekty, aby spełnić wymóg poprawności formalnej z punktu widzenia ustawodawcy. Kwestia ta wymaga z pewnością dalszych uściśleń zawężających do minimum pole dowolności w zakresie rozumienia terminu „metoda wartości skorygowanej aktywów netto”.

## Przykład wyznaczenia wartości za pomocą metody wartości skorygowanej aktywów netto

Poniżej przedstawiono przykładowe wyliczenie wartości przedsiębiorstwa za pomocą metody wartości skorygowanej aktywów netto. W celu zapewnienia większej czytelności i porównywalności przyjęto te same dane jak w przykładzie poprzednim (przedsiębiorstwo „V”). Tabela 2 zawiera wycenę księgową aktywów i pasywów (bilans) według stanu na 31 grudnia 1998 r. oraz wycenę metodą wartości skorygowanej aktywów netto na ten sam dzień. Przy obliczaniu wartości aktywów skorygowanych netto uwzględniono dodatkowy podatek dochodowy, stosownie do wyjaśnień podanych w trakcie omawiania etapu V. Wartość dodatkowego podatku wyliczono w następujący sposób:

### Obliczenie dodatkowego podatku

Skorygowana wartość aktywów	258 244
Księgowa wartość aktywów	208 926
Różnica	49 318
Stopa podatkowa	38%
Zszacunkowy podatek	18 741

Kwota dodatkowego podatku pomniejsza wartość przedsiębiorstwa wyznaczoną za pomocą metody wartości skorygowanej aktywów netto, dlatego ujęto ją w pasywach i potraktowano jako zobowiązanie.

Skorygowaną wartość aktywów netto ustalono na podstawie danych z tabeli 2 w następujący sposób: Skorygowaną wartość aktywów ogółem pomniejszono o rezerwy, zobowiązania długoterminowe, zobowiązania krótkoterminowe, rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów oraz dodatkowy podatek z tytułu wzrostu wartości aktywów, tj. według danych z 31 grudnia 1998 roku: 258244 tys. PLN – 0 – 34605 tys. PLN – 24102 tys. PLN – 2414 tys. PLN – 18741 tys. PLN = 178382 tys. PLN.

Warto raz jeszcze w tym miejscu wspomnieć o kwestii podejścia do występujących po stronie pasywów rozliczeń międzyokresowych i rezerw. W klasycznym wariantcie metody wartości księgowej, od wartości aktywów odjęte zostały wyłącznie zobowiązania występujące w grupach C (zobowiązania długoterminowe) i D (zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne). Tymczasem w większości przypadków do funduszy obcych można z powodzeniem zaliczyć także pasywa ujęte w grupie B (rezerwy) oraz grupie E (rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów). W praktyce zaleca się dokonywanie zindywidualizowanej oceny sensu ekonomicznego wymienionych pozycji i ich kwalifikowanie na tej podstawie do pasywów obcych lub własnych. Przy obliczaniu wartości ak-

tywów skorygowanych netto przyjęto, że fundusze występujące w grupach B i E reprezentują kapitały obce (zobowiązania).

## Warunki i okoliczności przemawiające za zastosowaniem metody wartości aktywów netto w wycenie przedsiębiorstw

Wybór określonej metody wyceny przedsiębiorstw uwarunkowany jest przede wszystkim celem wyceny. Ważnym kryterium jest także specyfika aktywów reprezentowanych przez wyceniany biznes. W praktyce dokonuje się wyboru tzw. podstawowej metody wyceny, która jest wspomagana przez jedną lub więcej metody dodatkowe.

Metoda wartości aktywów netto może być zastosowana jako podstawowa metoda wyceny, gdy spełnione są następujące trzy zasadnicze warunki:

- przedsiębiorstwo dysponuje znacznymi zasobami aktywów materialnych i równocześnie nie posiada lub posiada niewiele aktywów niematerialnych;
- zakłada się, że firma będzie kontynuowała działalność w przyszłości (zasada *going concern*);
- będąca przedmiotem wyceny własność odnosi się do udziałów większościowych lub udziałów dających prawo do sprzedaży aktywów spółki.

Oprócz wymienionych wyżej warunków ogólnych, które powinny być spełnione, aby zastosowanie omawianej metody miało uzasadnienie, należy dodatkowo wziąć pod uwagę szereg warunków szczegółowych. Ich wystąpienie nie jest co prawda warunkiem koniecznym, ale zdecydowanie przemawia za wykorzystaniem metody wartości aktywów netto. Warunki te są następujące:

- firma rozpoczyna działalność;
- występuje stosunkowa łatwość wejścia w daną branżę (np. małe sklepy detaliczne, niewielkie restauracje);
- bilans odzwierciedla wszystkie aktywa materialne spółki, tzn. nie ma ona materialnych aktywów pozabilansowych przynoszących spółce korzyści;
- spółka nie ma ustanowionej statystyki zysków lub zmienności zysków/przepływów pieniężnych;
- siła robocza (praca) nie jest istotnym źródłem wartości dodanej generowanej przez produkty lub usługi firmy;
- duża część aktywów spółki składa się z płynnych aktywów lub aktywów o charakterze inwestycji (np. papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, nieruchomości);
- powodzenie firmy zależy głównie od skuteczności działania na konkurencyjnym rynku ofert i nie występuje stała, przewidywalna baza klientów.

Niezależnie od podanych wyżej warunków i okoliczności przemawiających za zastosowaniem metody wartości aktywów netto, można wskazać kilka charakterystycznych dziedzin działalności, w których metoda ta jest szczególnie przydatna. Większość praktyków wyceny uważa tę metodę za odpowied-

Tab. 2. Syntetyczny bilans przedsiębiorstwa „V” i jego wartość wyznaczona metodą skorygowanych aktywów netto na 31 grudnia 1998 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.1998 w tys. PLN	Wartość skoryg. na 31.12.1998 w tys. PLN
<b>AKTYWA</b>		
<b>A. Majątek trwały netto</b>	140 854	190 172
Wartości niematerialne i prawne	0	0
Rzeczowe składniki majątku trwałego	137 254	186 572
Finansowy majątek trwały	3 600	3 600
Należności długoterminowe	0	0
<b>B. Majątek obrotowy</b>	65 754	65 754
Zapasy	24 566	24 566
Należności i roszczenia	37 945	37 945
Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu	0	0
Środki pieniężne	3 243	3 243
<b>C. Rozliczenia międzyokresowe</b>	2 318	2 318
<b>Razem aktywa</b>	<b>208 926</b>	<b>258 244</b>
<b>PASYWA</b>		
<b>A. Kapitał własny</b>	147 805	178 382
Kapitał podstawowy	122 400	
Należne wkłady na poczet kapitału	0	
Kapitał zapasowy	14 210	
Kapitał rezerwowy z aktualizacji wyceny	678	
Pozostałe kapitały rezerwowe	4 878	
Nie podzielony wynik finansowy z lat ub.	0	
Wynik finansowy netto roku obrotowego	5 639	
<b>B. Rezerwy</b>	0	
<b>C. Zobowiązania długoterminowe</b>	34 605	34 605
<b>D. Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne</b>	24 102	24 102
Zobowiązania krótkoterminowe	23 850	23 850
Fundusze specjalne	252	252
<b>E. Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów</b>	2 414	2 414
Dodatkowy podatek	–	18 741
<b>Razem pasywa</b>	<b>208 926</b>	<b>258 244</b>

nią w szczególności do wyceny banków, funduszy powierniczych, firm ubezpieczeniowych i spółek nieruchomości.

*Dariusz Zarzecki*

#### BIBLIOGRAFIA

- [1] COOLIDGE H.C., *Survey Shows Trend Toward Larger Minority Discounts*, Estate Planning, September 1983.
- [2] EMORY J.D., *The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock, February 1992 through July 1993*, „Business Valuation Review”, March 1994.
- [3] FISHMAN J.E., S.P. PRATT, J.C. GRIFFITH, D.K. WILSON, S.L. MELTZER, R.W. HAMPTON, *Guide to Business Valuations*, Volume 1, Second Edition, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- [4] HALL L.S., *Valuation of Fractional Interests: A Business Appraiser's Perspective*, „The Appraisal Journal”, April 1989.
- [5] KAM S., H. SCHROEDER, C. SMITH, *Pricing Non-Publicly Traded Limited Partnerships*, Houlihan Valuation Advisors Valuation Report, Spring 1994.
- [6] MAHER J.M., *Discounts for Lack of Marketability for Closely-Held Business Interests*, Taxes, September 1976.

[7] Mergerstat Review 1994, Houlihan, Lokey, Howard & Zukin, Los Angeles 1995.

[8] Rozporządzenie ministra przekształceń własnościowych z 20 listopada 1990 r. w sprawie sposobu przeprowadzania analiz prawnych i ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa spółki, ich finansowania oraz kwalifikacji wymaganych od osób dokonujących analiz, Dziennik Ustaw, Nr 2, poz. 10.

[9] Rozporządzenie Rady Ministrów z 3 czerwca 1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy, Dziennik Ustaw, Nr 64, poz. 408.

[10] SILBER W.L., *Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices*, „Financial Analysts Journal”, July–August 1991.

[11] TROUT R.R., *Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities*, Taxes, June 1977.

Autor – dr hab. jest profesorem Uniwersytetu Szczecińskiego, kierownikiem Zakładu i Wyceny Przedsiębiorstw