

Algorytmy decyzyjne w procesach wyceny przedsiębiorstwa

<https://doi.org/10.33141/po.2011.03.15>

Przeгляд Organizacji, Nr 3 (854), 2011, ss. 66-70
www.przeглядorganizacji.pl
Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Krzysztof Maślankowski, Wiktor Patena

Wprowadzenie

W prywatyzowanych przedsiębiorstwach ogniskują się wszystkie cechy charakterystyczne dla przemian systemowych. Stanowią one pole doświadczeń zarówno w obszarze przedmiotu i podmiotu, jak i efektywności gospodarowania. Jakość funkcjonowania przedsiębiorstw prywatyzowanych stanowi kryterium efektywności prywatyzacji, a kluczową determinantą tego stanu staje się zachowanie tych przedsiębiorstw na tle zachowań innych podmiotów i kształtującego je otoczenia rynkowego.

Problemem prywatyzacji nie jest jednak jej proces, lecz podejmowane w tym procesie decyzje. Szczególnym aspektem, który nie doczekał się dotychczas jednoznacznego rozwiązania, jest problem standaryzacji metodyki analizy sytuacji przedsiębiorstwa w procesie jego prywatyzacji.

Celem niniejszego artykułu jest rekonstrukcja założeń algorytmu decyzyjnego procesu prywatyzacji oraz w szczególności budowa algorytmu decyzyjnego dotyczącego etapu szacowania wartości przedsiębiorstwa i wyboru metody wyceny.

Autorzy stawiają kontrowersyjną hipotezę, że jeżeli istnieje metoda ustalenia obiektywnej wartości przedsiębiorstwa, metoda oceny poprawności tego ustalenia i poprawności uzyskanej wartości oraz metoda wykorzystania tej wartości w określonym procesie decyzyjnym, a także metoda oceny poprawności tego wykorzystania, to istnieje przesłanka do konstrukcji ram conceptualnych procesu standaryzacji dziedziny wyceny przedsiębiorstwa, w wymiarze przedmiotu i podmiotu decyzyjnego.

Savas (1992, s. 345) wprawdzie wskazuje, że określenie wartości przedsiębiorstw państwowych może być przedsięwzięciem tak trudnym, że prawie beznadziejnym. Kosiński (1992, s. 102) podnosi z kolei, że w normalnie funkcjonującej gospodarce cena jest kształtowana przez stosunki rynkowe, dla których nie istnieje teoretycznie poprawny układ. Podobnie nie istnieje też pojęcie wartości czy ceny przedsiębiorstwa. Jeśli każda decyzja powoduje konsekwencje, to wartość przedsiębiorstwa zależy od tego, z jakim skutkiem podejmowane są dane decyzje, ale również przez to, kto i w jakim momencie je podejmuje. Przez to, jak podnosi Wojsznis (2000, s. 103), każda rzecz jest warta tyle, za ile da się ją za pomocą danych decyzji spozycjonować na rynku i sprzedać. Wywodząc dalej za Szczepankowskim

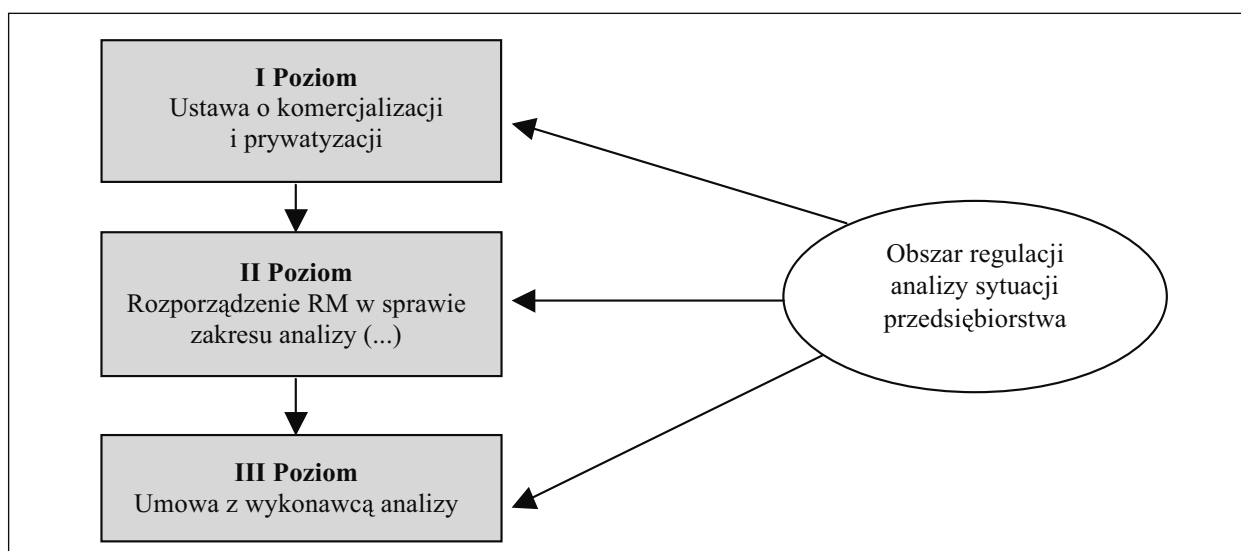
(2007, s. 187), w ten sposób również nie ma metody wyceny wartości przedsiębiorstwa, bo, choć wartość ta istnieje, to nie istnieje jej definicja, a przez to punkt odniesienia do jej oceny. Jednak zestandaryzowanie kluczowych etapów procesu określania wartości przedsiębiorstwa sprawia, że uzyskane wartości stają się bardziej porównywalne, zostały bowiem wygenerowane na podstawie podobnych założeń. Mamy także świadomość, czy i jakie czynniki wpływające na wartość nie zostały zanalizowane, stąd mniejsze ryzyko błędu.

Prywatyzacja w ujęciu normatywnym

Ogólnie w literaturze przedmiotu prywatyzacja jest definiowana jako proces transformacji własności państwowej we własność niepaństwowych osób fizycznych lub prawnych realizowany w drodze:

- sprzedaży przedsiębiorstwa,
- udostępnienia osobom trzecim mienia lub akcji albo udziałów tego przedsiębiorstwa, zaś tryb, w jakim urzeczywistnia się ten proces ma postać:
 - ✓ prywatyzacji pośredniej (kapitałowej), składającej się z etapu komercjalizacji, a następnie odpłatnego lub nieodpłatnego udostępnienia jego akcji lub udziałów osobom trzecim poprzez m.in.: sprzedaż akcji, oddanie w dzierżawę praw z akcji, obciążenie praw z akcji;
 - ✓ prywatyzacji bezpośredniej – polegającej na rozporządzeniu majątkiem przedsiębiorstwa państwowego poprzez jego sprzedaż, wniesienie do spółki lub oddanie do korzystania;
 - ✓ likwidacji przedsiębiorstwa państwowego z przyczyn ekonomicznych, powodującej przejęcie przez skarb państwa zasobu likwidowanego przedsiębiorstwa w celu jego sprzedaży, oddania do korzystania lub wniesienia do spółki innej niż spółka skarbu państwa.

W warunkach polskich prywatyzacja została zapoczątkowana Ustawą z dnia 12 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, zastąpioną 8 kwietnia 1997 r. Ustawą z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (Dz. U. 2002, nr 171, poz. 1397 z późn. zm. – zwana dalej „ustawą”) nie zawiera definicji prywatyzacji, ograniczając się jedynie do określenia, na czym proces ten polega.



Rys. 1. Analiza przedprywatyzacyjna w wymiarze regulacji prawnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie ustawy i rozporządzenia.

Analiza przedprywatyzacyjna – definicje, zakresy

Ustawodawca nie dokonał identyfikacji etapów procesu prywatyzacji. Jednak ewidentnie jednym z kluczowych etapów tego procesu są analizy przedprywatyzacyjne. Ustawa jednak nie definiuje pojęcia, celu ani funkcji analizy sytuacji przedsiębiorstwa. Określa jedynie moment jej wykonania i minimalny normatywny zakres przedmiotowy. Z kolei wymagane minimum zawartości poszczególnych aspektów problemowych analizy, w ramach ich minimalnego zakresu normatywnego, określa rozporządzenie wykonawcze do ustawy. Szczegółowe warunki, jakie ma spełniać przedmiotowa analiza, określa się w umowie o jej wykonanie. W ten sposób powstają trzy poziomy uogólnienia dziedziny przedmiotowej analizy sytuacji przedsiębiorstwa. Tę hierarchię regulacji prawnych przedstawia rysunek 1.

Konstrukcja zakresu analizy sytuacji przedsiębiorstwa odpowiada klasycznej konstrukcji modelu ryzyka biznesowego towarzyszącego działalności przedsiębiorstwa na rynku konkurencji. W par. 1 ust. 2 rozporządzenia (Rozporządzenie 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 – zwane dalej „rozporządzeniem”) ustawodawca wskazał, że zakres tej analizy powinien obejmować obligatoryjnie:

- ustalenie sytuacji prawnej majątku przedsiębiorstwa,
- oszacowanie wartości przedsiębiorstwa.

Obowiązkiem zamawiającego ze względu na ochronę interesu skarbu państwa jest prawidłowe zdefiniowanie, jakiego zakresu analiz oczekuje. Wykonawca, podejmując się ich wykonania, powinien dysponować świadomością merytorycznych kwalifikacji umożliwiających należyłą realizację takiego zamówienia. Na przykład, ze względu na ciężący na wykonawcy obowiązek uwzględnienia w oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa wszystkich istotnych

wniosków wynikających z pozostałych analiz, rozporządzenie ani umowa nie określają zakresu informacyjnego tego elementu analizy, pozostawiając ten obszar problemowy wykonawcy. Ustawodawca w par. 5 ust. 1 wskazał jedynie, że oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest dokonywane z uwzględnieniem wyników analizy, o której mowa w par. 1, przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród następujących:

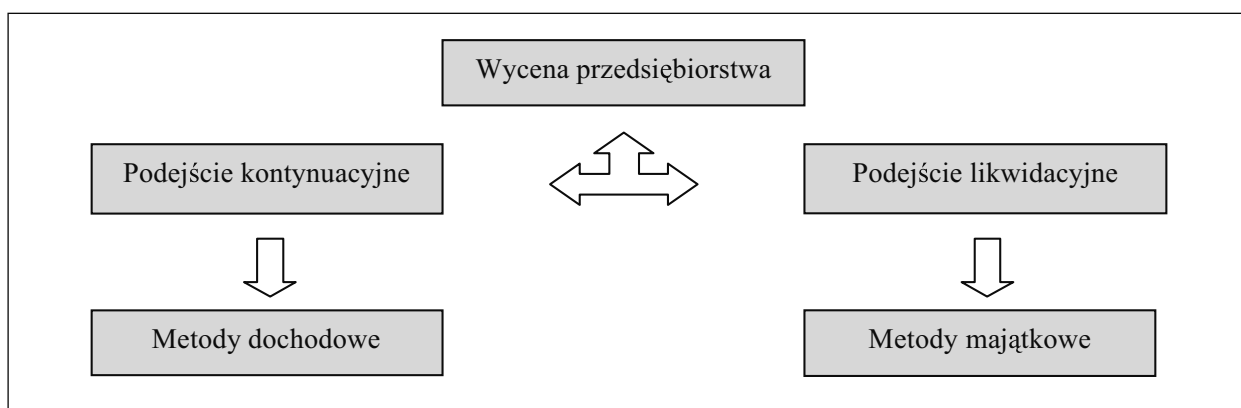
- zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych,
- wartości odtworzeniowej,
- wartości skorygowanej aktywów netto,
- rynkowej wartości likwidacyjnej,
- przy zastosowaniu mnożnika zysku.

Dalej w tekście, odnosząc się do metod wymienionych powyżej, będziemy posługiwać się odpowiednio symbolami: D, O, A, L, M.

Algorytm decyzyjny w procesie wyboru metody szacowania wartości przedsiębiorstwa

Wyboru metody wyceny dokonuje się w szczególności w zależności od sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, uwarunkowań jego działania, trybu zbycia osobom trzecim i zakładanej strategii prywatyzacji (por. par. 5 ust. 2). Wybór metody wyceny wymaga uzasadnienia. Porównanie uzyskanych przy zastosowaniu różnych metod wyceny wyników oszacowania wartości stanowi podstawę do określenia ceny akcji / udziałów spółki albo wartości przedsiębiorstwa państwowego (par. 5 ust. 3). Rozporządzenie określa więc jedynie nie tyle, jakie elementy ma zawierać oszacowanie wartości przedsiębiorstwa, co sposób, w jaki to oszacowanie ma zostać dokonane, kryterium wyboru tego sposobu i oczekiwany przez zamawiającego rezultat oszacowania.

Decyzja o wyborze metody wyceny nie jest trywialna i ma poważne konsekwencje. Stąd potrzeba budowy odpowiedniego algorytmu decyzyjnego. Założenie, że taki algorytm staje się standardem w pracy doradców prywatyzacyjnych i firm konsultingowych sprawia, że



Rys. 2. Dwa podejścia i dwie metody wyceny

Źródło: opracowanie własne.

wyceny stają się porównywalne oraz unika się manipulacji polegającej na sugerowaniu wartości wyceny, która nie jest miarodajna z powodu nie tyle błędów w samej wycenie, ale błędnego wyboru metody. Ta przecież sama w sobie determinuje wartość.

Sama nazwa metody oznacza pewną szczególną koncepcję przedsiębiorstwa, jaką ma się na myśli. Pytamy więc, czy przedsiębiorstwo prowadzi regularną działalność operacyjną, czy planuje się jego likwidację, czy likwidacja jest wymuszona, czy też przedsiębiorstwo jest jedynie zbiorem aktywów i nie prowadzi działalności operacyjnej.

Najogólniej biorąc, bezdyskusyjnie można stwierdzić, że źródłem faktycznej wartości przedsiębiorstwa są przyszłe dochody. Jest to wielkość wynikająca z oczekiwanych dochodów, jakie przedsiębiorstwo może osiągnąć w przyszłości, zdyskontowanych za pomocą odpowiedniej stopy dyskontowej do wartości dzisiejszej. Zwróćmy uwagę, że te dochody mogą zostać osiągnięte w wyniku kontynuacji działalności bądź powstać na skutek likwidacji. Pierwsze istotne rozróżnienie dotyczy więc formy, w jakiej przedsiębiorstwo wygeneruje dochód. Jest to podejście równoznaczne z założeniem, że albo przedsiębiorstwo ma potencjał do kontynuowania swojej działalności operacyjnej – wtedy sugerowane są metody dochodowe, albo ulegnie likwidacji – wtedy proponuje się metody majątkowe (rysunek 2).

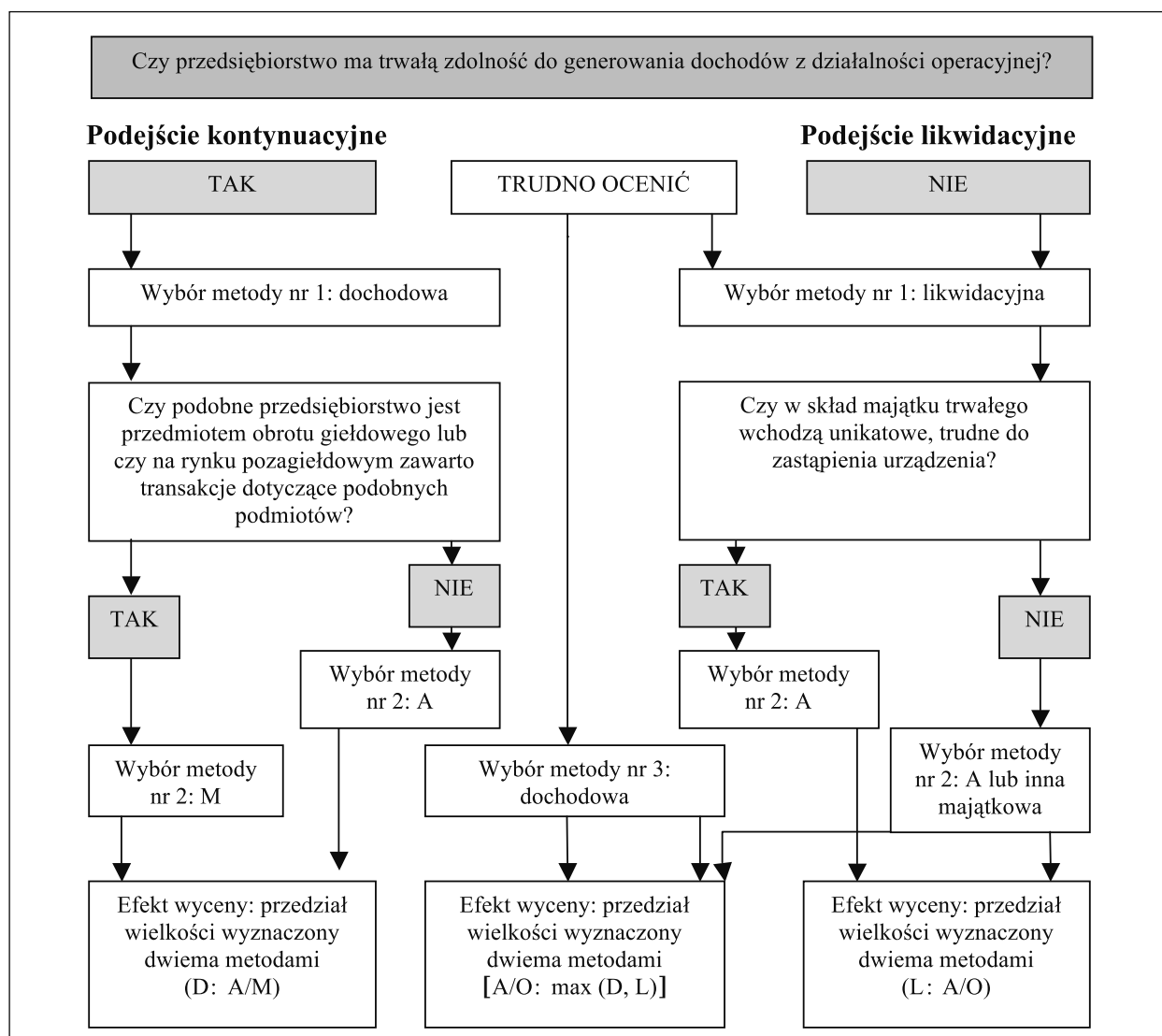
Standardy wyceny wynikające z rozporządzenia z dnia 3 czerwca 1997 r. wymagają zastosowania dwóch metod, z domyślnym założeniem, że te dwie wielkości wyznaczają przedział wartości przedsiębiorstwa (dolny i górny próg). Naturalnym punktem odniesienia (druga metoda) jest wielkość wyznaczona za pomocą metody skorygowanych aktywów netto. Oddaje ona bowiem rzeczywistą wartość aktywów firmy. Wtedy przedział wartości przedsiębiorstwa zawiera się w przedziale wyznaczonym przez – zależnie od podejścia – odpowiednio metodę likwidacyjną i wartości skorygowanej aktywów netto bądź tę ostatnią i dochodową. W pierwszym przypadku używamy dwóch podobnych metod. W metodzie wartości skorygowanej aktywów netto zakłada się, przynajmniej hipotetycznie, kontynuację działalności gospodarczej wycenianego podmiotu. Metoda opiera się na ogólnych założeniach metody wartości aktywów netto, przy czym wartość księgową (przyjęta za punkt wyjścia) zostaje skorygowana z uwzględnieniem

rynkowej wartości składników majątku i kapitału przedsiębiorstwa. Podobnie w metodzie likwidacyjnej: wartość księgową jest skorygowana z uwzględnieniem likwidacyjnej wartości składników majątku i kapitału przedsiębiorstwa. Dodatkowo dodawane są koszty likwidacji przedsiębiorstwa i zobowiązania oraz koszty związane ze zwalnianiem pracowników.

Drugim punktem odniesienia może być wartość rynkowa. Nie jest ona dostępna bezpośrednio, jeśli mówimy o procesie prywatyzacji przedsiębiorstw. Niemniej metody mnożnikowe oparte na podobieństwach pomiędzy wycenianym przedsiębiorstwem i innym o znanej wartości rynkowej pozwalają pośrednio także na odniesienie się do wartości rynkowej. Ustalona wartość rynkowa powinna być bliska faktycznej, bo przecież ceny rynkowe powinny miarodajnie odzwierciedlać oczekiwania dotyczące dochodów. Niestety, oczekiwania inwestorów dotyczące potencjału przedsiębiorstwa podlegają znaczącym zaburzeniom, stąd wielkości generowane za pomocą metod mnożnikowych, pomijając problemy metodologiczne, należy traktować z daleko posuniętą ostrożnością. Ponadto ten punkt odniesienia może być zastosowany jedynie w podejściu kontynuacyjnym, zastępując metodę wartości skorygowanej aktywów netto, z zastrzeżeniem, że trudno jednoznacznie określić, po której stronie przedziału wielkość wyznaczona tą metodą się znajdzie.

Do tej pory nie skomentowano jeszcze metody wartości odtworzeniowej. Metoda ta określa wartość bieżącą majątku poprzez określenie jego potencjalnej wartości w stanie nowym i uwzględnienie stopnia zużycia. Pojęcie zużycia oznacza zarówno zużycie typowo techniczne, jak i funkcjonalne oraz ekonomiczne. Szczególnym przykładem składników majątkowych podlegających szybkiemu procesowi deprecjacji wartości na skutek postępu technicznego są komputery i urządzenia peryferyjne. Metoda może być porównana do metody wartości skorygowanej aktywów netto. W tej ostatniej koryguje się wartości księgowe do rynkowych, w metodzie odtworzeniowej odwrotnie – ceny aktualne są obniżane, aby korespondować z aktualnym stanem technicznym majątku. Skutek (uzyskiwane wartości) jest zwykle podobny.

W zależności od sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, na żądanie zamawiającego wykonawca wykonuje dodatkowo oszacowanie wartości trzecią metodą wskazaną przez zamawiającego,



Rys. 3. Algorytm decyzyjny wyboru metod wyceny

Źródło: opracowanie własne.

w szczególności według rynkowej wartości likwidacyjnej, w celu wykazania dolnego progu ceny. To standardowe w umowie postanowienie jest dyskusyjne, oznacza bowiem przyjęcie założenia, że tak ustalona wartość może stanowić podstawę do określenia ceny przedsiębiorstwa niezakładającego likwidacji. Wartość likwidacyjna zawsze niesie ze sobą istotny przekaz informacyjny, natomiast nie zawsze powinna być używana literalnie jako wyznacznik wartości przedsiębiorstwa, szczególnie w sytuacji, gdy likwidacja nie jest planowana, ani tym bardziej wymuszona.

Na rysunku 3 podjęto próbę usystematyzowania procesu decyzyjnego dotyczącego wyboru metod wyceny. Decyzje te leżą wprawdzie w gestii wykonawcy, ale są na tyle kluczowe, że powinny także podlegać standaryzacji.

Należy postawić pytanie, jak działa tak zdefiniowany algorytm decyzyjny. Załóżmy, że mamy do czynienia z przedsiębiorstwem, którego wartość oszacowano z użyciem czterech metod. Nie jest to przypadek typowy: spółka nie generuje dodatniego wyniku finansowego netto, ale obecny brak dodatniej rentowności nie ma charakteru trwałego i nie ma

argumentów przemawiających za brakiem możliwości osiągnięcia w przyszłości dodatniej rentowności sprzedaży po zrealizowaniu planów zarządu. Z drugiej strony, kluczowymi składnikami aktywów spółki są nieruchomości. Stąd wyniki wyceny widoczne na rysunku 4 nie są zaskoczeniem.

Najpierw sprawdzimy, jak działa algorytm wyboru metody. Wybór podejścia kontynuacyjnego, zgodnie z formułą (D: A/M) skutkuje wyceną, która zawiera się pomiędzy wielkościami wygenerowanymi przez metody D i A. Wybór podejścia likwidacyjnego z kolei, zgodnie z formułą (L: A/O), prowadziłby do rozważania wielkości wynikających z metod A i L. Gdyby przyjmować średnie wartości z przedziałów wyznaczonych dwiema metodami, to okazałoby się, że błąd w wyborze podejścia (w tym przypadku na korzyść kontynuacyjnego) skutkowałby nieracjonalnym (zawsze można zbyć przedsiębiorstwo za L, zamiast liczyć na D) zaniżeniem wartości wyceny. Stąd na rysunku 3 sugerowane jest bezpieczne podejście, w którym w razie wątpliwości zawsze wybieramy podejście likwidacyjne i dodatkową metodę wyceny. W sytuacji opisanej tym algorytmem zastosowanie



Rys. 4. Przykładowe wyceny a algorytm decyzyjny

Źródło: opracowanie własne.

miałyby wtedy formuła (A/O: max (D, L)), czyli ostatecznie wycena mieściłaby się pomiędzy wielkościami wygenerowanymi przez metody A i L.

Podsumowanie i wnioski końcowe

Wrażliwość algorytmu decyzyjnego wzrasta w stopniu odpowiadającym wzrostowi poziomowi ryzyka otoczenia, w jakim urzeczywistnia się dana decyzja. Słusznie przez to zauważa za Mączyńską Panfil (2008, s. 28), że zapotrzebowanie na wycenę wartości przedsiębiorstw rośnie w miarę nasilania się zjawiska oderwania własności od kontroli i zarządzania. Decyzje w tych sferach są bowiem tak samo zróżnicowane, jak zróżnicowana jest podstawa ich podjęcia. Rozważania zainicjowane w niniejszym opracowaniu zwracają jednak uwagę na to, że istnieje uboczny skutek wynikający z nasilania się zjawiska, jakim jest odrywanie się teorii od praktyki wyceny przedsiębiorstwa, a w szczególności konstytuowania się praktycznego paradygmatu wyceny akceptowanego i rozwijanego przez świat nauki.

Ponadto brak uregulowań w zakresie standaryzacji podejścia do wykonywania i weryfikacji założeń i ustaleń analizy przedprywatyzacyjnej, a także podejścia do sposobu i oceny wykorzystywania wynikających z niej wniosków stwarza szczególne wyzwanie do podjęcia teoretycznych poszukiwań formy i treści w dziedzinie tego obszaru problemowego. Podjęta w artykule próba standaryzacji jednego elementu (wyboru metody wyceny) jednego z etapów procesów prywatyzacyjnych (analizy przedprywatyzacyjne) może być krokiem na drodze budowy pełniejszych standardów służących z pożytkiem przejrzystości procesów prywatyzacyjnych.

dr Krzysztof Maślankowski
Katedra Rachunkowości

Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu

dr Wiktor Patena

Katedra Finansów i Rachunkowości
Wyższej Szkoły Biznesu – National-Louis University
w Nowym Sączu

BIBLIOGRAFIA

- [1] CAPIŃSKI M., PATENA W., *Company Valuation – Value, Structure, Risk*, Hochschule Hof, Hof 2008.
- [2] DUDYCZ T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- [3] GABEHART S., BRINKLEY R.J., *The Business Valuation Book*, AMACOM, New York 2002.
- [4] GORYNIA M., *Studia nad transformacją i internacjonalizacją gospodarki polskiej*, Difin, Warszawa 2007.
- [5] KOSIKOWSKI C., ŚNIEGUCCI M., *Komercjalizacja i prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Komentarz do ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r.*, C.H. Beck, Warszawa 1997.
- [6] KOSIŃSKI J., *Problemy wyceny wartości przedsiębiorstwa oraz jego majątku*, w: W.M. GRUDZEWSKI (red.), *Wybrane elementy procedury prywatyzacyjnej*, Instytut Organizacji Przemysłu Maszynowego, Warszawa 1992.
- [7] MĄCZYŃSKA E. (red.), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie transformacji gospodarki polskiej*, tom I, DiG, Warszawa 2001.
- [8] MICHAŁSKI M., *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- [9] MUSZYŃSKI M., *Aktywne metody prowadzenia strategii przedsiębiorstwa*, Placet, Warszawa 2006.
- [10] NOGA A., *Teoretyczne podstawy przekształceń własnościowych*, w: A. NOGA (red.), *Przekształcenia własnościowe w Polsce (1990–1997). Dostosowanie do struktur własnościowych Unii Europejskiej*, ITE, Warszawa 1999.
- [11] PANFIL M., *Wprowadzenie do wyceny spółek*, w: M. PANFIL, A. SZABLEWSKI (red.), *Metody wyceny spółki: perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2008.
- [12] SAVAS E. S., *Prywatyzacja. Klucz do lepszego rządzenia*, PWE, Warszawa 1992.
- [13] SZCZEPANKOWSKI P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- [14] WOJSZNIS B., *Wycena podmiotów gospodarczych jednym z elementów zmian strukturalnych w gospodarkach rynkowych*, w: W. KOWALCZEWSKI (red.), *Przemiany strukturalne gospodarki krajów Środkowej i Wschodniej Europy na przełomie wieków i możliwości wzajemnej współpracy*, materiały konferencyjne, Wyższa Szkoła Ekologii i Zarządzania w Warszawie, Nałęczów 2000.

Summary

The paper is a review of company valuation standards that are in use in Poland in the process of privatization of state-owned companies. In particular, it is an attempt to create an algorithm that could be used to choose the most relevant valuation methods to be used. The choice involves five methods. The set of valuation methods that is actually in use in Poland is based on the provision of the Ministry of Treasury issued on June 1997, which specifies that at least two out of the five valuation methods that were listed there must be used whenever any of the state-owned companies were to be privatized and sold. The list includes: replacement method, restated net asset value method, liquidation value method, multiple method, DCF method. The algorithm that is being proposed is based on two approaches: continuation or liquidation. This implies using the first method: income-based / market-based or asset-based one. What follows is further decisions with regard to the other method to be applied.