

Metodyka wyceny wartości przedsiębiorstwa według koncepcji MDR, a kryzys zaufania

Wstęp

Przedsiębiorstwo to odrębny byt ekonomiczny, podmiot gospodarczy produkujący i sprzedający na własny rachunek i ryzyko dobra i usługi, którego jednym z wielu celów jest maksymalizacja zysków. Współczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa polega na maksymalizacji jego wartości. Wynika to z faktu, iż przedsiębiorstwo jest szczególną formą inwestycji. Właściciele inwestując w działalność gospodarczą własne zasoby kapitałowe, oczekują pomnażania się zainwestowanego w ten sposób kapitału, co bezpośrednio prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa [Borowiecki, Kaczmarek, 1998, s.18]. Równocześnie można uznać, iż wartość przedsiębiorstwa jest rynkowym miernikiem efektywności i skuteczności działań podejmowanych przez przedsiębiorstwo.

Termin wycena przedsiębiorstwa oznacza, iż wycenie podlega wyodrębniona pod względem ekonomicznym i prawnym jednostka organizacyjna, dysponująca określonym potencjałem w postaci majątku trwałego i obrotowego oraz różnych wartości i cech o charakterze niematerialnym [Zarzecki, 1999, s.39]. Wycena może być traktowana jako opinia, osąd, oszacowanie cenności czegoś. Zdaniem R.C Milesa wycena jest opinią dotyczącą wartości i jednocześnie jest to też proces szacowania wartości lub kosztu aktywa, grupy aktywów lub wszystkich aktywów przynależnych do biznesu, czy danej inwestycji [Miles, 1984].

Potrzeba wyceny jest funkcją rozwoju gospodarki. W miarę globalizacji gospodarki, której towarzyszy przepływ kapitału do coraz większej liczby krajów, wycena staje się ważna na przykład przy prywatyzacji, tworzeniu spółek joint – venture, fuzjach i przejęciach firm oraz zarządzaniu przez wartość filiami zlokalizowanymi w krajach rozwijających się. W sensie ogólnym celem wyceny firmy jest zawsze ułatwienie podjęcia decyzji o charakterze organizacyjnym, bądź inwestycyjnym,

* Dr inż., Katedra Zarządzania Finansami, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Szczeciński, irekmic@wneiz.pl, ul. Mickiewicza 64, 71-101 Szczecin

dotyczących na przykład przejęcia, sprzedaży lub wydzielenia części firmy, a także wdrożenia wewnętrznych przedsięwzięć strategicznych. Wycena umożliwia wybór opcji własnościowych, jak i opcji finansowych w aktywach i pasywach [Nahotko, 1998]. Jednak pomimo tak ogromnej funkcji jaką spełnia wycena przedsiębiorstwa w gospodarce, między innymi jako wyznacznik (miernik) efektywnej działalności, jej specyfika i istota nastęrcza wiele problemów. Związane jest to z rozlicznymi uwarunkowaniami oraz licznymi procedurami i metodami służącymi do wyceny przedsiębiorstwa.

Celem artykułu jest klasyfikacja istniejących metod oraz przybliżenie samej metodyki dokonywania wyceny wartości przedsiębiorstwa, która w autorskim ujęciu została określona jako koncepcja MDR (majątek, dochód, rynek). Dzięki ogólnej koncepcji samej metodyki i na podstawie analizy statystycznej oraz wydarzeń w światowej gospodarce autor podejmuje próbę wyjaśnienia kryzysu zaufania do możliwości określenia wartości godziwej przedsiębiorstwa.

1. Klasyfikacja i opis metod wyceny wartości przedsiębiorstwa

W praktyce gospodarczej przedsiębiorstwa oceniane są poprzez pryzmat dwóch zasadniczych aspektów postrzegania ich majątku i jego wartości:

- 1) w kategoriach tzw. substancji materialnej (majątek trwałe i obrotowy znajdujący odzwierciedlenie w aktywach przedsiębiorstwa),
- 2) jako elementów pozamaterialnych wynikających ze sposobu wykorzystania w przedsiębiorstwie jego majątku zarówno materialnego, jak i niematerialnego, a tym samym decydujących o zdolności firmy do pomnażania zainwestowanego kapitału (w tym potencjału ludzkiego, marki uznanej u klienta, know – how itp.).

Historycznie najstarsza koncepcja wyceny przedsiębiorstwa była oparta o wyliczenie wartości majątku (w kategoriach tzw. substancji materialnej) firmy. Stąd wartość przedsiębiorstw, będąca wynikiem tej wyceny jest nazywana wartością majątkową. Oznacza to, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, na ile wyceniany jest jego majątek [Mączyńska, 2005]. Z uwagi jednak na fakt, że wiele z przedsiębiorstw jest zadłużonych, mówi się o wartości majątkowej brutto oraz netto, czyli wartości pomniejszonej o zadłużenie. W metodach tych oszacowaniu podlega wartość rynkowa przedsiębiorstwa rozumiana jako suma wartości

upłynnienia majątku przedsiębiorstwa. Najpopularniejsze metody majątkowe opierają się na następujących formułach wyceny:

$$WP = A - P_o = KW \quad (1)$$

$$W_{ON} = W_{OB} (1 - Z_f) (1 - Z_m) \quad (2)$$

Metoda aktywów netto (księgowa ewidencyjna) i inne jej odmiany, np. skorygowanych aktywów netto, opiera się na wzorze nr 1, gdzie kolejne symbole to:

WP – wartość przedsiębiorstwa (wartość księgowa netto),

A – wartość bilansowa aktywów razem,

P_o – wartość bilansowa pasywów obcych,

KW – wartość bilansowa kapitału własnego.

Metoda odtworzeniowa opiera się na wzorze nr 2, gdzie:

W_{ON} – wartość odtworzeniowa netto (wartość środka trwałego z uwzględnieniem jego zużycia fizycznego i moralnego),

W_{OB} – wartość odtworzeniowa brutto (wartość nowego środka trwałego), Z_f – wskaźnik zużycia fizycznego (technicznego),

Z_m – wskaźnik zużycia moralnego.

Natomiast podejście likwidacyjne określa hipotetyczne wartości jakie można otrzymać ze sprzedaży likwidowanego majątku. Ogólnie metody majątkowe posiadają następujące wady i zalety (patrz tablica 1).

Tablica 1. Wady i zalety metod majątkowych.

| Zalety | Wady |
|---|--|
| prostota, powiązanie z bilansem, możliwość porównania z wartością ustaloną za pomocą innych metod, szybkość wykonania. | niewzględnienie takich czynników w wycenie jak: reputacja (good will), pozycja zajmowana przez firmę na rynku, czy zdolność przedsiębiorstwa do generowania dodatknych przepływów pieniężnych. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Jaki, 2008].

Następnie wprowadzono oszacowanie możliwych, przyszłych wartości dochodowych, jakie firma może przynieść na przestrzeni najbliższych lat, co wiązało się z wyceną przedsiębiorstw, które dają duże możliwości dochodowe w stosunku do szacowanej wartości. Ogólna formuła wyceny w metodach dochodowych przedstawia się następująco (wzór nr 3):

$$WP = \sum_{i=1}^n a_i * D_i \quad (3)$$

gdzie:

t – rok analizy,

a_t – współczynnik dyskontujący dla roku t ,

D_t – dochody w roku t .

W ramach tej ogólnej formuły tworzone są metody dochodowe, które zmieniają zmienne branych do obliczeń, i tak na przykład metody oparte o zysk biorą pod uwagę prognozowany zysk i założoną stopę kapitalizacji, a inne swoje wyliczenia opierają na strumieniach pieniężnych, czy wypłacanej dywidendzie (patrz tablica 4). Natomiast wszystkie te podejścia charakteryzują następujące zalety i wady (patrz tablica 2).

Tablica 2. Wady i zalety metod dochodowych.

| Zalety | Wady |
|--|--|
| wiarygodność uzyskanych wyników, źródło informacji o tym, jakich korzyści może spodziewać się potencjalny nabywca | trudności w oszacowaniu wartości dochodowej, uzależnienie przewidywanych przyszłych przepływów pieniężnych od wielu niepewnych czynników, niewzględnianie wartości majątku przedsiębiorstwa. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Jaki, 2008].

Kolejnym etapem rozwoju w metodach wyceny firm są metody porównawcze. Polegają one na oszacowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa rozumianej jako hipotetyczna cena możliwa do uzyskania ze sprzedaży przedsiębiorstwa na wolnym rynku, która jest ustalana na podstawie znanych transakcji kupna – sprzedaży przedsiębiorstw z tej samej branży, jak najbardziej podobnych do firmy wycenianej [Cornell, 1999]. Metody wyceny porównawczej, określane również jako mnożnikowe, oparte są na założeniu, że najlepszych informacji służących do wyceny przedsiębiorstwa dostarcza rynek finansowy [Machała, 2009]. Ogólna formuła wyceny przedstawia się zgodnie ze wzorem nr 4:

$$W_r = (C_1 + C_2 + \dots + C_n) / n \quad (4)$$

gdzie:

W_r - wartość rynkowa przedsiębiorstwa,

c_1, c_2 - znane ceny rynkowe podobnych przedsiębiorstw,

n – liczba porównywanych przedsiębiorstw.

albo zgodnie ze wzorem nr 5:

$$W_r = R_r * C_s * (1 - Z_f) \quad (5)$$

gdzie:

C_s – średnia cena transakcyjna za jednostkę zdolności produkcyjnych podobnych przedsiębiorstwach przy założeniu 0% zużycia fizycznego,

Z_f – zużycie fizyczne firmy.

Tablica 3. Wady i zalety metod porównawczych.

| Zalety | Wady |
|--|---|
| pozwala uzyskać najbardziej realny wynik (baza informacyjna o transakcjach). | trudność uzyskania informacji o transakcjach kupna-sprzedaży (tajemnica, informacje trudne do weryfikacji), konieczność znalezienia najwłaściwszej formuły porównawczej. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Jaki, 2008].

Metody mieszane powstały przy okazji chęci połączenia zalet metod majątkowych i dochodowych. Wycena przedsiębiorstwa w tych metodach jest średnią arytmetyczną (zwykłą lub ważoną) tych dwóch metod [Kufel, 1992]. Mieszane metody wyceny przedsiębiorstwa mają na celu powiązanie metod wyceny majątku przedsiębiorstwa z metodami dochodowymi. Wynika to z założenia, że na wartość przedsiębiorstwa wpływa nie tylko jego majątek, ale także zdolność do generowania dochodu. Natomiast niekonwencjonalne metody wyceny przedsiębiorstwa obejmują wszelakie metody, których nie można zaliczyć do podstawowych grup [Nita, 2007]. Najczęściej stosowane metody zebrano i przedstawiono w poniżej tabelicy (patrz tablica 4), która stanowi swoistą klasyfikację wykorzystywanych metod.

Tablica 4. Szczegółowa klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

| Metody klasyczne | | | Metody pochodne | |
|--|---|---|---|---|
| Majątkowe | Dochodowe | Porównawcze | Mieszane | Niekonwencjonalne |
| - księgowo ewidencyjna (aktywów netto), - skorygowanych aktywów netto, - odtworze- | - oparte na zysku, - oparte na strumieniach pieniężnych, - oparte na dywiden- | - cenowo – porównawcza (transakcji porównywalnych), - mnożników rynkowych, | - średniej wartości, - szwajcarska, - berlińska, - stuttgarcka, - z „goodwill” lub zyskiem dodatkowym | - oparte na teorii opcji - z opóźnieniem czasowym - inne. |

| | | | | |
|--------------------------|-------|--|---------|--|
| niowa - likwidacyjna, | dzie, | | - inne. | |
|--------------------------|-------|--|---------|--|

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Zarzecki, 1999, s.53].

2. Metodyka wyceny według koncepcji MDR, a kryzys zaufania

Metodyka wyceny przedsiębiorstw przebiega zgodnie z koncepcją MDR (majątek, dochód, rynek). Współcześnie ze względu na szybki rozwój technologiczny świata metody wyceny musiały ulec zmianie zgodnie ze zmianą istotności składników, które wpływają na wartość firmy. Obecnie największe znaczenie w całości wyceny mają tzw. wartości niematerialne i prawne, co spowodowało naturalny rozwój i zmiany w koncepcjach wyceny wartości przedsiębiorstwa. Dodatkowo ze względu na skomplikowanie zagadnienia i udział wszystkich znanych historycznie składników w całości wyceny niewątpliwie należy szukać metod i sposobów obliczeń syntetycznych i uniwersalnych. Metodyka MDR idzie o krok dalej niż metody mieszane, które łączą zalety metod majątkowych i dochodowych i w swojej strukturze zawiera również metody porównawcze. Wynika to z założenia, że na wartość przedsiębiorstwa wpływa nie tylko jego majątek, ale także zdolność do generowania dochodu oraz aktualna sytuacja rynkowa (gospodarcza) otoczenia. Majątek firmy jest wyceniany przy wykorzystaniu następującej formuły ogólnej:

$$M = A - P_o \quad (6)$$

gdzie:

M – majątek firmy,

A – aktywa,

P_o – pasywa obce,

przy czym wartość środków trwałych może być wyceniana zgodnie z formułą:

$$W_{st} = W_n(1 - Z_f) \quad (7)$$

gdzie:

W_{st} – wartość środka trwałego,

W_n – wartość nowego środka trwałego,

Z_f – współczynnik zużycia fizycznego środka trwałego, w przedziale od 0 ≤ Z_f ≤ 1,

lub z wykorzystaniem rynkowej metody porównawczej, czyli aktualnej ceny zużytego środka trwałego na rynku.

Dochody są wyliczane zgodnie z ogólną koncepcją przyjętą w metodach dochodowych. W szczególności przy wykorzystaniu powszechnie znanych i wykorzystywanych wskaźników, przykładowo [Panfil, 2009]:

$$D = \frac{NOPAT}{WACC} \quad (8)$$

gdzie:

NOPAT - prognozowany średnioroczny zysk operacyjny po opodatkowaniu, a WACC - stopa dyskontowa, odzwierciedlająca średni ważony koszt kapitału wycenianego przedsiębiorstwa.

Dodatkowo w koncepcji MDR uwzględnia się tzw. wartości niematerialne i prawne, czyli takie jak: marka, know – how, reputacja, pozycja firmy na rynku, itp. Wartości te nie podlegają obiektywnej wycenie, gdyż tego typu wartości zależą od subiektywnych zachowań podmiotów rynkowych, które decydują ile są w stanie zaoferować za wartości niematerialne i prawne. Dlatego wartości te uwzględnione (oszacowane) są przy pomocy metody porównawczej, polegającej na porównaniu z transakcjami podobnych firm z tej samej branży. Formuła w zależności od ilości dostępnych transakcji wygląda następująco:

$$W_{NiP} = \frac{(W_1 + W_2 + \dots + W_n)}{n} \quad (9)$$

gdzie:

W_{NiP} – rynkowa wartość pojedynczego, konkretnego majątku niematerialnego i prawnego, w_1, w_2 – znane ceny rynkowe podobnych wartości niematerialnych i prawnych, n – liczba transakcji danej wartości.

Natomiast niewątpliwie ze względu na trudności w wycenie tzw. wartości niematerialnych i prawnych, które współcześnie w największej mierze decydują o wartości firmy, szczególnie przedsiębiorstw wysoko rozwiniętych pod względem technologicznym, powoduje to swojego rodzaju kryzys zaufania do możliwości prawidłowej, tzw. godziwej wyceny przedsiębiorstwa. Również metodologia wyceny wartości niematerialnych i prawnych ulega ciągłym przemianom w poszukiwaniu tej uniwersalnej metody. Współcześnie dochodzi się do wniosku, że aby jak najlepiej dokonać wyceny należy poszczególne składniki wpływające na wartość firmy wyceniać odrębnymi metodami, które w najlepszy sposób będą odzwierciedlać charakter ich wartości. Zasadę tę spełnia właśnie

wycena według koncepcji MDR, która pozwala oszacować niejako całość wartości firmy, czyli uwzględnia wszystkie składniki wpływające na wartość działalności (firmy) przy założeniu, że kapitał ludzki (wiedza, umiejętności) pozostaje bez zmian. Również dlatego koncepcja MDR staje się doskonałym miernikiem efektywności działań podejmowanych w przedsiębiorstwie, które wpływają na zmianę jego wartości. Można stwierdzić, iż miernik ten przedstawia całościowy obraz zmian w wartości przedsiębiorstwa, również te które wynikają ze zmian w otoczeniu firmy, a mają wpływ na jej wartość, między innymi ogólna sytuacja gospodarcza.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że kryzys zaufania nie dotyczy jedynie metod wyceny, ale również wszystkich procesów gospodarczych związanych z współczesną gospodarką opartą na wiedzy. Spowodowane jest to ogromną ilością, często sprzecznych informacji dotyczących procesów i decyzji gospodarczych.

Zakończenie

Wycena wartości jest procesem szacowania ceny za aktywa danego przedsiębiorstwa i korzyści osiąganych z ich efektywnego zagospodarowania. Inaczej mówiąc jest to opinia dotycząca wartości, przygotowana przez wyspecjalizowanych ekspertów, analityków i rzeczoznawców na podstawie zebranych i odpowiednio wykorzystanych informacji o badanym przedsiębiorstwie oraz otoczeniu w jakim funkcjonuje. Innymi słowy, wycena przedsiębiorstwa oznacza, iż poznawaniu wartości podlega wyodrębniona pod względem ekonomicznym i prawnym konkretna jednostka organizacyjna, dysponująca określonym potencjałem ekonomicznym w postaci aktywów trwałych i obrotowych oraz różnych wartości i cech o charakterze niematerialnym. Pomimo, iż codziennie szerokie grono praktyków dokonuje wyceny przedsiębiorstw to dzięki przedstawionej w artykule analizie metod proces ten w dalszym ciągu wymaga doskonalenia. Podsumowując metody wyceny przedsiębiorstw, można stwierdzić, że odpowiedni model szacowania wartości podmiotu gospodarczego powinien nie tylko informować o wartości całkowitej, lecz także wskazywać na strukturę źródeł jej tworzenia. Dlatego metoda wyceny przedsiębiorstw powinna uwzględniać możliwie najwięcej składników firmy, które wpływają na jej wartość, co zostało zaproponowane w koncepcji MDR. Dodatkowo odpowiednia wycena powinna być dopasowana do charakteru przedsiębiorstwa i specyfiki

obszarów jego aktywności gospodarczej. Poza tym dobrze przeprowadzona wycena charakteryzuje się następującymi cechami [Czaja i inni, 2005]:

- przejrzystością i względną prostotą,
- ma wyraźnie określony cel jej przygotowania,
- opiera się na danych finansowych przedsiębiorstwa,
- nie jest dokonywana wyłącznie na podstawie wartości majątku przedsiębiorstwa, chyba że dotyczy tzw. metody likwidacyjnej,
- uwzględnia prognozy rozwojowe firmy,
- uwzględnia czynniki ryzyka,
- uwzględnia czynniki dochodowe i niematerialne,
- obiektywnością i rzetelnością.

Wycenę należy postrzegać jako działalność praktyczną i definiować ją jako sposób wartościowego (pieniężnego) pomiaru przedsiębiorstwa i jego zasobów majątkowych, rynkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości.

Literatura

1. Borowiecki R., Czaja J., Jaki A. (2005), *Nowe metody szacowania wartości przedsiębiorstw*, Przegląd Organizacji, LIBER, Warszawa.
2. Cornell B. (1999), *Metody i narzędzia efektywnej wyceny spółek*, LIBER, Warszawa.
3. Jaki A. (2008), *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna, Kraków.
4. Kufel M. (1992), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wyd. „Park”, Bielsko – Biała.
5. Machała R. (2009), *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Wyd. Oficyna, Wrocław.
6. Mączyńska E. (2005), *Wycena przedsiębiorstw*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
7. Miles R.C. (1984), *Basis Business Appraisal*, John Wiley & Sons, New York.
8. Nahotko S. (1998), *Współczesne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza, Bydgoszcz.
9. Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.

10. Panfil M. (2009), *Wycena biznesu w praktyce – metody, przykłady*, MT Biznes.
11. Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa.

Streszczenie

W artykule ukazano klasyfikację metod wyceny przedsiębiorstwa. Przedstawiono i poddano analizie stosowane metody wyceny przedsiębiorstw oraz przy uwzględnieniu cech dobrej wyceny zaproponowano metodykę wyceny według koncepcji MDR, która w szerokim spektrum mierzy efektywność działań przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości firmy. Jednocześnie przedstawiono przyczyny współczesnego kryzysu zaufania do metodologii wyceny przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe

wycena wartości firmy, klasyfikacja metod

Methods of valuation of the company according to the concept of MDR, a crisis of confidence (Summary)

The article shows the classification of methods of company valuation. Presented and analyzed the methods of business valuation and taking into account the characteristics of good pricing valuation methodology proposed by the concept of MDR, which measures the effectiveness of a broad spectrum of business activities through the prism of goodwill. At the same time presents the causes of the contemporary crisis of confidence in the methodology of business valuation.

Keywords

goodwill valuation, classification methods