

Jak wycenić przedsiębiorstwo?

Celem niniejszej pracy jest w możliwie najbardziej przystępny sposób przedstawienie problematyki zasad, procesów oraz narzędzi wykorzystywanych przy wycenie przedsiębiorstw, rozpatrywanych z perspektywy właścicieli firm oraz potencjalnych inwestorów.

Wartość przedsiębiorstwa nie jest wartością obiektywną, a jej dokładne obliczenie nie jest możliwe – można jedynie oszacować ją w przybliżeniu. Wynika to z faktu, że różni nabywcy przypisują tej samej firmie odmienną wartość w zależności od swojego sposobu jej postrzegania i potencjalnego wykorzystania jako narzędzia generowania dochodu. Na przykład komputer czy samochód mogą mieć ściśle określoną wartość księgową, ale dla osoby, która nie ma możliwości ich użycia, mogą być zupełnie bezwartościowe. Podobna zasada odnosi się do przedsiębiorstw – ich wartość zależy głównie od wizji i pomysłu na wykorzystanie zasobów, kontaktów czy pozycji rynkowej, jakimi dysponuje firma.

Kwestia wyceny przedsiębiorstwa nie jest precyzyjnie uregulowana w ustawie o rachunkowości. Regulacje te ograniczają się jedynie do określenia zasad ustalania wartości poszczególnych składników aktywów i pasywów w celach księgowych, pomijając wycenę całości podmiotu gospodarczego.

Na sposób wyceny przedsiębiorstw znaczący wpływ ma także istnienie dwóch przeciwstawnych koncepcji definiowania istoty przedsiębiorstwa, które determinują różne podejścia do oceny jego wartości.

Według jednej z nich, przedsiębiorstwo to zorganizowany zespół majątku. A więc wartość firmy jest równa wartości aktywów, pomniejszonej o zobowiązania:

Bilans

Aktywa	Wartość przedsiębiorstwa
	Zobowiązania

Aktywa i zobowiązania przedsiębiorstwa mogą być wyceniane na różne sposoby, co daje podstawę do wyróżnienia kilku metod wyceny, określanych mianem metod majątkowych. Najprostszą z tych metod jest metoda wartości księgowej, która polega na odjęciu księgowej wartości zobowiązań od księgowej wartości aktywów. Zgodnie z tą metodą, wartość przedsiębiorstwa równa jest wartości kapitałów własnych wykazanych w bilansie. Metoda ta jest prosta w zastosowaniu, dlatego może być wykorzystywana przez właścicieli firm, które nie prowadzą pełnej rachunkowości ani nie sporządzają bilansu. Wystarczy, że spiszą wszystkie aktywa przedsiębiorstwa (zarówno trwałe, jak i obrotowe) oraz określą wartość zobowiązań.

Niestety, metoda wartości księgowej uznawana jest za najmniej wiarygodną i mało przydatną w praktyce. Współczesna gospodarka coraz bardziej opiera się na wartościach niematerialnych, takich jak innowacje, kapitał ludzki, baza klientów czy znaki towarowe, które są niezwykle trudne do ujęcia w rachunkowości. Przykładem może być firma Microsoft, której wartość rynkowa jest dziesięciokrotnie wyższa od wartości księgowej, co oznacza, że aż 90% czynników tworzących wartość przedsiębiorstwa nie znajduje odzwierciedlenia w zapisach księgowych.

Pozostałe metody majątkowe opierają się na wycenie składników aktywów według ich wartości rynkowej, likwidacyjnej lub odtworzeniowej, po czym od ich wartości odejmuje się

zobowiązania. Metoda likwidacyjna polega na ustaleniu wartości aktywów trwałych i obrotowych (np. zapasów, należności, inwestycji krótkoterminowych) w oparciu o ceny, jakie można uzyskać na rynku w przypadku ich sprzedaży, przy jednoczesnym uwzględnieniu kosztów związanych z upłynięciem tych składników. Z kolei metoda odtworzeniowa polega na oszacowaniu aktywów według cen, jakie trzeba by zapłacić za ich odtworzenie, jak gdyby zostały one zniszczone lub utracone. W obu przypadkach do obliczenia wartości przedsiębiorstwa od wartości aktywów odejmuje się wartość zobowiązań. Przyjmuje się tu zazwyczaj księgową wartość zobowiązań, ponieważ różnice między wartościami księgowymi a rynkowymi są w polskich warunkach z reguły nieznaczące.

Metody majątkowe mają jednak istotne ograniczenia. Nie nadają się one do wyceny przedsiębiorstw, w których wartość dodana jest bardzo wysoka, a majątek materialny odgrywa niewielką rolę lub jego precyzyjna wycena jest niemożliwa. Dotyczy to w szczególności firm konsultingowych, prawniczych, szkoleniowych czy informatycznych, gdzie kluczową rolę odgrywa wiedza i doświadczenie pracowników, a nie materialne zasoby.

Dodatkowym wyzwaniem związanym z metodami majątkowymi jest ich wysoki koszt. Wycena aktywów wymaga indywidualnej oceny każdego składnika majątku trwałego i obrotowego, co wiąże się z koniecznością zaangażowania biegłych rzeczoznawców. W przypadku dużych przedsiębiorstw, gdzie liczba składników aktywów może sięgać tysięcy, proces ten może trwać wiele miesięcy i wymagać pracy całego zespołu ekspertów.

Problemy związane z wyceną w oparciu o metody dochodowe powodują, że inwestorzy szerokim frontem zwracają się ku drugiej podstawowej grupie metod wyceny, to znaczy ku metodom dochodowym. **Metody dochodowe** opierają się na założeniu, że przedsiębiorstwo jest „maszynką do robienia pieniędzy”, a więc jego wartość wynika z sumy (kapitalizacji) dochodów, jakie może ono przynieść w określonym czasie. Wartość aktywów nie jest istotna. Podstawową metodą dochodową jest **metoda**

zdyskontowanych przepływów pieniężnych (Discounted Cash Flows – DCF). Metoda ta wymaga:

- oszacowania przyszłych dochodów,
- przyjęcia horyzontu czasowego prognozy dochodów,
- przyjęcia stopy dyskontowej, uwzględniającej rynkową realną stopę procentową oraz premię dla inwestora z tytułu ryzyka.

Przykład

Założmy, że przepływy gotówki generowane przez wyceniane przedsiębiorstwo w perspektywie najbliższych sześciu lat są szacowane na 100 tysięcy złotych rocznie, realna stopa procentowa wynosi 5 procent, a premia dla inwestora z tytułu ryzyka również została przyjęta w wysokości 5 procent. Zastosowanie metody DCF polega w tym przypadku na obliczeniu sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych przy horyzoncie czasowym wynoszącym 6 lat oraz stopie dyskonta wynoszącej łącznie 10 procent.

Rok	Przepływ gotówki generowany w skali roku w zł	Czynnik dyskontujący dla stopy dyskonta wynoszącej 10%	wartość zdyskontowana
1	100 000	0,9091	909 100
2	100 000	0,8264	826 400
3	100 000	0,7513	751 300
4	100 000	0,6830	683 000
5	100 000	0,6209	620 900
6			
100 000	0,5645	564 500	
		Razem wartość przedsiębiorstwa:	4 355 200

Czynniki dyskontujące dla poszczególnych lat oblicza się stosując prosty wzór na dyskonto:

[wzór niedostępny]

gdzie **r** oznacza stopę dyskonta a **n** kolejny okres obliczeniowy (rok). Tak obliczona wartość przedsiębiorstwa może okazać się zaniżona, ponieważ zakłada, że po upływie sześciu lat jego wartość rynkowa wyniesie zero. Co prawda można argumentować, że nie da się w sposób wiarygodny oszacować poziomu ewentualnych zysków po upływie więcej niż sześciu lat, jednak firma prawdopodobnie będzie w dalszym ciągu istnieć, a co więcej będzie posiadać jakieś maszyny lub urządzenia, budynki i środki transportu. Do obliczonej sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych należałoby więc dodać wartość końcową firmy, tak zwaną **wartość rezydualną**, która może być wyliczana różnymi metodami.

Praktycznym problemem, związanym ze stosowaniem metody DCF są trudności z wiarygodnym oszacowaniem parametrów niezbędnych do dokonania wyceny: wartości przepływów gotówki w poszczególnych latach, stopy dyskontowej oraz horyzontu czasowego prognozy. Nawet nieznaczna zmiana jednego z tych parametrów może bardzo znacznie wpłynąć na wynik wyceny. Dlatego może ona być łatwo zakwestionowana, a sporządzającemu wycenę może być trudno ją obronić.

Metody dochodowe nie nadają się do wyceny przedsiębiorstw, które trwale utraciły zdolność generowania zysków lub kontynuacji działania, albo w przypadku których osiągnięte zyski są bardzo niewielkie.

Istnieją również **mieszane metody wyceny**, do których można zaliczyć **metody mnożnikowe**, na przykład metodę mnożnika cenowo-dochodowego. Metoda ta w przypadku zastosowania mnożnika cena/zysk (C/Z) polega na porównaniu proporcji wartości przedsiębiorstwa wycenianego do jego zysku netto z odpowiednią proporcją (mnożnikiem) charakterystycznym dla firm

o znanej wartości rynkowej (notowanych na giełdzie). Na przykład, jeżeli średnia wartość wskaźnika C/Z w branży farmaceutycznej wynosi 12,0, to firma nie notowana na giełdzie, działająca w tej branży, osiągająca roczny zysk netto w wysokości 2 mln zł będzie warta $2 \text{ mln} \times 12,0 = 24 \text{ mln zł}$. Stosowane są też inne mnożniki, np. relacja ceny do wartości księgowej (C/WK) lub ceny do przepływu gotówki (C/PG), gdzie przepływ gotówki jest definiowany jako suma zysku netto i amortyzacji. Wartości mnożników są podawane w giełdowych notowaniach prasowych. Załóżmy że ustalona na podstawie bilansu wartość księgowa przytaczanej wyżej firmy z branży farmaceutycznej wynosi 10 mln zł, a wartość wskaźnika C/WK dla branży farmaceutycznej wynosi 1,2. Oznacza to, że przy zastosowaniu tego mnożnika wartość wycenianej firmy wynosi $10 \text{ mln} \times 1,2 = 12 \text{ mln zł}$. Hipotetyczna wartość rynkowa wycenianej firmy, obliczona według mnożnika ceny do wartości księgowej jest o połowę niższa od wartości obliczonej przy zastosowaniu mnożnika ceny do zysku. Teoretycznie wartości te powinny być identyczne, jednak w praktyce spotyka się znaczne rozbieżności, spowodowane między innymi następującymi czynnikami:

- indeksy branżowe są obliczane jako średnie dla wszystkich spółek z danej branży notowanych na giełdzie, pokazują więc wartości dla hipotetycznego, średniego przedsiębiorstwa, które w praktyce nie istnieje,
- parametry księgowe wycenianej firmy mogą się różnić od przeciętnych w branży, np. firma może mieć nietypowo wysokie lub nietypowo niskie zyski, stosować różną politykę wobec wykorzystywania majątku, na przykład może mieć nietypowo niską wartość aktywów, ponieważ stosuje w szerokim zakresie leasing, dzierżawę i faktoring należności, co pozwala ograniczać sumę bilansową, lub odwrotnie, ma bardzo znaczny majątek, ponieważ dysponuje nieruchomościami o znacznej wartości,
- mogły mieć miejsce zdarzenia nietypowe np. powódź, które zniekształciły wyniki w latach, których dotyczą

analizowane dane finansowe,

- wyniki finansowe, które wykorzystano w procesie wyceny mogły być zniekształcone na skutek manipulacji księgowych lub niewłaściwego prowadzenia księgowości (np. w małych firmach często spotyka się zaniżanie przychodów ze sprzedaży, co z reguły przekłada się na zaniżanie zysków).

W praktyce w przypadku wyceny małych firm często stosuje się uproszczone metody, przyjmując na przykład, że wartość firmy jest równa wielkości rocznego obrotu, trzykrotności kwoty zysku, itp.

W wyniku zastosowania różnych metod wyceny otrzymuje się różne wartości wycenianego przedsiębiorstwa. Prawidłowa wycena powinna uwzględniać kilka metod wyceny, jednak nie można bazować na prostym wyciągnięciu średniej arytmetycznej z obliczonych wartości. Należy:

- dokonać wyboru odpowiednich w danej sytuacji metod wyceny,
- obliczyć wartości uzasadniając przyjęte założenia,
- na podstawie dokonanych obliczeń oszacować rozbieżność (najczęściej znaczną) wyników,
- podać przedział wartości i dokonać rekomendacji wartości przedsiębiorstwa,
- uzasadnić rekomendowaną wartość wyceny.

Liczne problemy praktyczne, związane z przyjmowaniem założeń do wyceny oraz wiarygodnością analizowanych danych finansowych, które często muszą być z różnych względów korygowane powodują, że proces wyceny nie jest obiektywny. Jeżeli właściciel firmy zleciłby jej wycenę pięciu różnym firmom konsultingowym, pracującym niezależnie, otrzymałby pięć różnych wycen. Dlatego tak ważne jest szczegółowe opisanie przyjętych założeń oraz uzasadnienie rekomendowanej wartości wyceny.

W serwisie dyplom.com.pl prezentujemy obronione prace

dyplomowe, które mogą służyć za wzór do napisania własnej pracy - gdyby potrzebowali jeszcze Państwo konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](#) - fachowa pomoc w pisaniu prac.