

Wycena przedsiębiorstw

Teoretycy ekonomii, którzy zajmowali się wartością:

- A. Smith,
- D. Ricardo
- J.S. Mill,
- L. Walras,
- V. Pareto,
- J. Schumpeter
- inni....

Istota wyceny (3, s. 135)

- „Wycena polega na dokonywaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych 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”

Standardy wartości według NI 5

- „standard wartości określa strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji oraz warunki jej zawierania”
- „definiuje poszukiwaną w procesie wyceny kategorię wartości”

Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowy

Godziwa wartość rynkowa (ang. *Fair Market Value*)

- „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem)”
- wyceniający ma odpowiedni zasób informacji na temat stron transakcji
- kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy na temat przedmiotu wyceny

Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowy

Wartość sprawiedliwa (ang. *Fair Value*)

- „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający.
- kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem
- wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości zatrzymania przedmiotu wyceny.

Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowy

Wartość inwestycyjna (ang. *Investment Value*)

- „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny”
- jest odpersonifikowana i bezstronna.

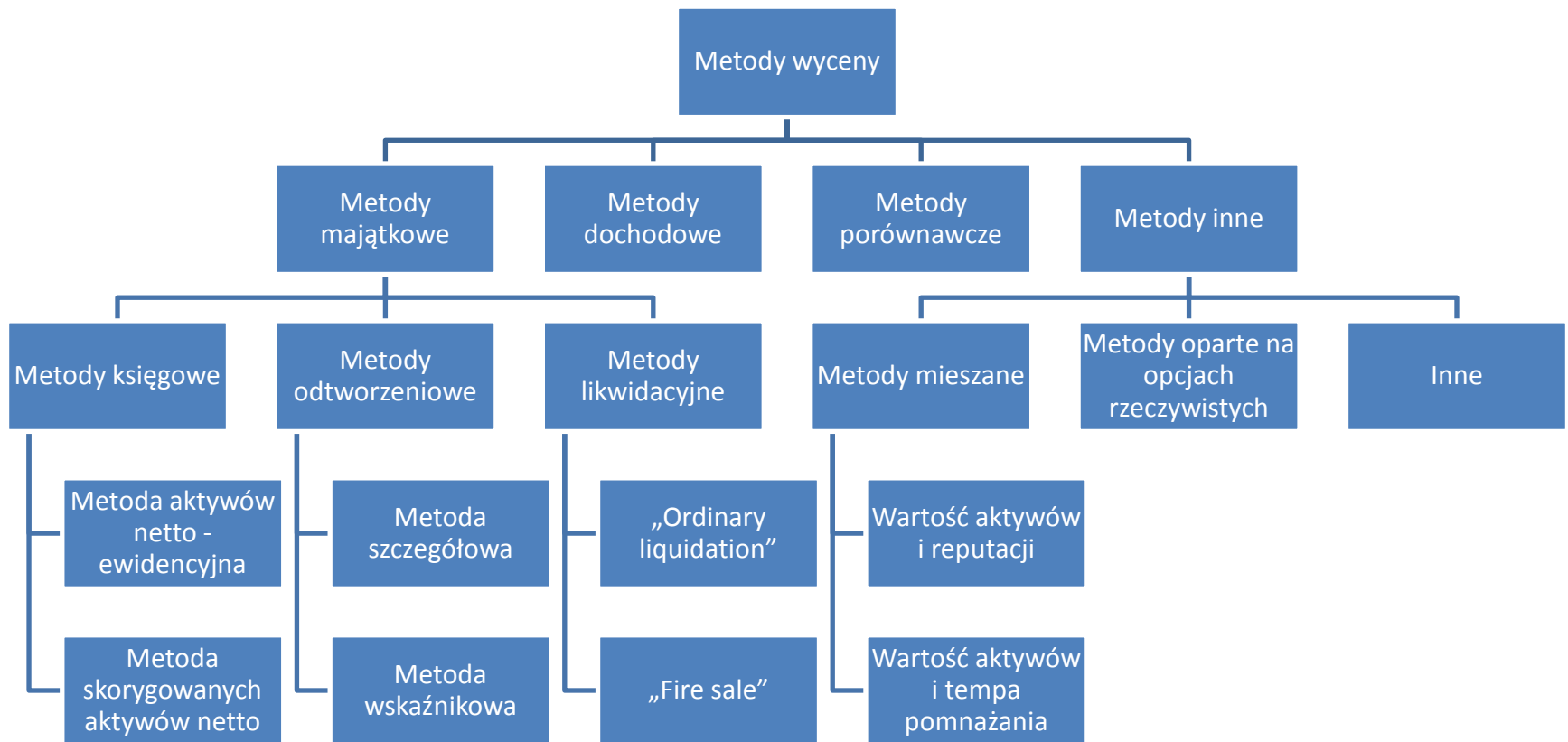
Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowy

Wartość wewnętrzna (ang. *Intrinsic Value*)

- „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie wartość przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową”

Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowy

Rodzaje metod wyceny przedsiębiorstw



Funkcje wyceny przedsiębiorstw

- **doradcza** (decyzyjna) - dostarcza dane dotyczące wartości przedsiębiorstwa, umożliwia skuteczne zarządzanie oraz korzystną realizację transakcji kupna-sprzedaży,
- **argumentacyjna** (uzasadniająca) – wzmacnia pozycję przetargową danej strony w transakcji,
- **informacyjna** (komunikacyjna) - wycena wartości udziałów w spółce lub całościowa wycena przedsiębiorstwa dostarcza informacji na temat obecnej sytuacji i możliwości rozwoju,
- **mediacyjna** (pośrednicząca) – pozwala rozstrzygać wewnętrzne spory udziałowców lub właścicieli i ułatwiać wzajemne rozliczenia

Cele wyceny przedsiębiorstw

- **Związane ze zmianą struktury własności**
 - sprzedaż/zakup przedsiębiorstwa lub jego części
 - wniesienie przedsiębiorstwa jako aportu
 - fuzja przedsiębiorstwa
 - inne
- **Pozostałe cele**
 - ubezpieczenie
 - ustalenie wartości odszkodowania
 - wybór strategii działania
 - inne

Czynniki określające wybór metody

- **Czynniki ogólne:**
 - Cel wyceny
 - Stan gospodarki i prognozy rozwoju (np ograniczenia dla metod dochodowych)
 - Stan rynku papierów wartościowych (jakość informacji)
- **Czynniki specyficzne:**
 - Ilość i jakość dostępnych danych
 - stan i perspektywa branży
 - sytuacja ekonomiczna wycenianego przedsiębiorstwa (dla firm o dobrej kondycji preferowane są metody dochodowe)
 - przedmiot działalności gospodarczej i dywersyfikacja biznesu (dywersyfikacja ogranicza metody dochodowe)

Metody majątkowe

- Podstawa: wartość majątkowa
- Jedyna metoda, która pozwala ustalić wartość przedsiębiorstwa w celu ubezpieczeń
- Stanowi punkt odniesienia dla innych metod wyceny przedsiębiorstwa
- Jest podstawą wyznaczania odpisów amortyzacyjnych
- Poprzez powiązanie wartości przedsiębiorstwa z systemem rachunkowości pozwala na monitorowanie podstawowych parametrów wyceny metodami dochodowymi
- stanowi uzupełnienie analizy finansowej przedsiębiorstwa

Podział metod majątkowych

- Metody majątkowe dzielą się na trzy zasadnicze podgrupy metod:
 - Metoda księgowa (wartości aktywów netto, ewidencyjna i skorygowana)
 - Metoda wartości odtworzenia
 - Metoda wartości upłynnienia (likwidacyjna)

Metoda wartości aktywów netto - ewidencyjna

- Pozwala na stosunkowo szybkie i łatwe uzyskanie informacji o wartości majątkowej przedsiębiorstwa
- Opiera się na danych wykazywanych w bilansie przedsiębiorstwa, według obowiązujących zasad wyceny poszczególnych pozycji aktywów i pasywów przedsiębiorstwa
- Jest uznawana za najmniej wiarygodną metodę

Przyczyny małej wiarygodności metody ewidencyjnej

- Zawyżanie lub zaniżanie wartości księgowej środków trwałych, wynikającej z uproszczonych zasad przeszacowania ich wartości (niezależnie od przyjętej metody)
- Uproszczonych zasad naliczania amortyzacji
- Zasad wyceny zapasów i papierów wartościowych będących w posiadaniu przedsiębiorstwa
- Przyjętych zasad umarzania środków trwałych niskocennych, a w przeszłości składników wyposażenia,
- itp.

Skorygowana wartość aktywów netto

- Punktem wyjścia jest ewidencyjna wartość księgowa, która jest w odpowiedni sposób korygowana z uwzględnieniem rynkowej wartości składników majątku i kapitałów wycenianego przedsiębiorstwa.
- Zakres korekt zależy od celu sporządzania wyceny oraz stopnia sformalizowania całej procedury wyceny (im większa waga przypisana wynikom wyceny, tym większy zakres korekt)

Zakres sporządzanych korekt powinien uwzględniać

- Pozabilansowe składniki aktywów i pasywów przedsiębiorstwa
- Wartość rynkową nieruchomości przedsiębiorstwa oszacowanej w oparciu o obowiązujące w tym zakresie przepisy prawa
- Wartość rynkową majątku obrotowego:
 - Zapasów (z uwzględnieniem okresu zalegania, użyteczności, możliwości upłynnienia)
 - Należności (z uwzględnieniem należności nieściągalnych i trudnościami ściągalnymi)
- Wartość rynkową (bądź możliwie zbliżoną do rynkowej) posiadanych przez przedsiębiorstwo papierów wartościowych

Metoda odtworzenia

- Metoda wyznacza wartość majątku przedsiębiorstwa poprzez określenie wartości koniecznych do poniesienia nakładów w celu odtworzenia w danym momencie identycznego lub podobnego pod względem strukturalno-rzeczowym majątku
- Wycena uwzględnia bieżące ceny i koszty względem momentu wyceny (tym samym przestrzega zasady dnia sporządzania wyceny)
- Metoda odtworzenia postrzega majątek przedsiębiorstwa przez pryzmat jego dalszego funkcjonowania (przestrzega zasady kontynuacji)

Metoda odtworzenia – szczegółowa i wskaźnikowa

- Ujęcie szczegółowe wymaga ustalenia aktualnych cen poszczególnych składników majątku trwałego (lub nakładów inwestycyjnych i kosztów ich odtworzenia) oraz rzeczywistych wskaźników ich faktycznego zużycia na ustalony dzień wyceny.
- W ujęciu wskaźnikowym niezbędne jest ustalenie wskaźników zmiany cen poszczególnych składników oraz wskaźników rzeczywistego zużycia wyodrębnionych grup majątku.
- Ustalenie wartości odtworzenia przedsiębiorstwa wymaga sprowadzenia do wartości bieżącej (mechanizm dyskontowania) wartości należności i zobowiązań o odległym terminie zapadalności i wymagalności (zwłaszcza przeterminowanych).
- Techniki uwzględniające zmianę wartości pieniądza w czasie stosuje się również podczas wyceny aktywów finansowych.

Wartość upłynnienia (likwidacyjna)

- Wartość likwidacyjną można określić jako sumę gotówki, jaką właściciel przedsiębiorstwa otrzyma w przypadku jego likwidacji,
- likwidacja to sprzedaż aktywów materialnych oraz zbywalnych aktywów niematerialnych na drodze przetargu lub aukcji, pomniejszoną o koszty związane bezpośrednio z likwidacją oraz o wartość zobowiązań i kosztów związanych ze zwolnieniem pracowników

Wartość upłynnienia (likwidacyjna)

- **Ustalenie wartości likwidacyjnej jest szczególnie ważne ponieważ wyznacza ona dolną granicę wyceny przedsiębiorstwa.**
- Wartość likwidacyjną można szacować w dwojaki sposób, przyjmując założenie, że:
 - sprzedaż aktywów odbywa się bez konieczności ich natychmiastowego zbycia, tylko w miarę ograniczania skali działania przedsiębiorstwa (tzw. orderly liquidation),
 - sprzedaż aktywów odbywa się w trybie natychmiastowym (tzw. fire sale)
 - w drugim przypadku cena jest bardzo niska

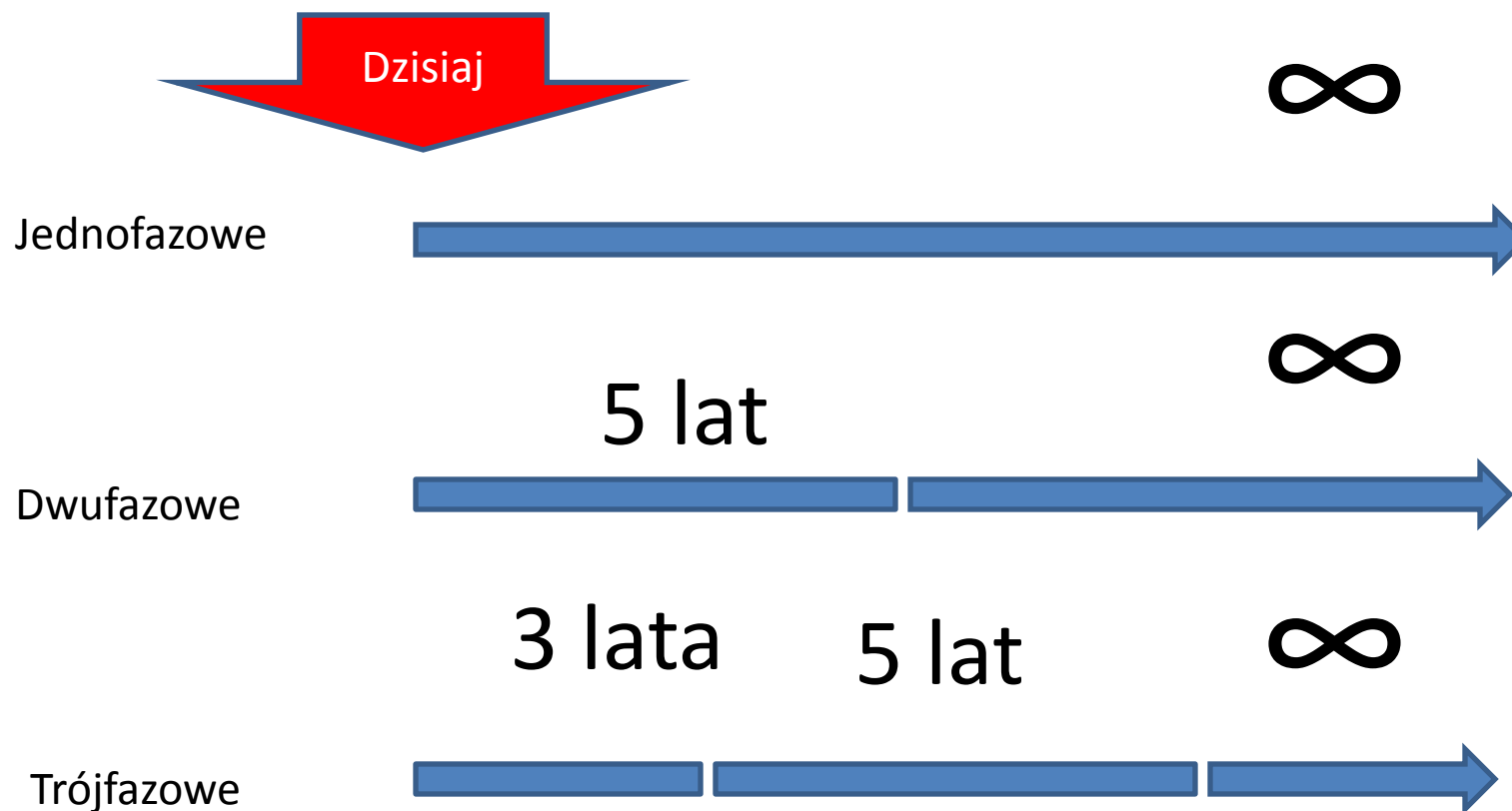
Metoda Wilcoxa-Gamblera

- Wartość likwidacyjna firmy=
 - = wartość środków pieniężnych
 - + wartość papierów wartościowych
 - + 70% należności
 - + 50% wartości księgowej pozostałych aktywów
 - Całkowite zobowiązania

Metody dochodowe

- Założenie: przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile można na nim zarobić
- Metody dochodowe wykorzystują różne kategorie dochodu ekonomicznego: dywidenda, zysk, przepływy środków pieniężnych
- Mogą być jednofazowe, dwufazowe i trójfazowe
- Perspektywy:
 - Punkt widzenia właściciela
 - Punkt widzenia wszystkich stron finansujących

Porównanie metod dochodowych



Ograniczenia

- Wiarygodność prognozy sprzedaży
- Problem oszacowania stopy dyskontowej

Metody mnożnikowe (porównawcze)

- Wartość firmy wyznacza się poprzez porównanie z różnych firm z tej samej branży, przy wykorzystaniu jednej zmiennej np. przepływu środków pieniężnych
- Założenie: firmy w danej branży można porównywać ze sobą i rynek wycenia je w sposób poprawny.

Metody mieszane

- Rodzaje metod:
- metody oparte na wartości aktywów i reputacji (np. metoda E. Schmalenbacha),
- metody oparte na wartości aktywów i tempie jej pomnażania

Źródło: M. Wasylkowska, Metody mieszane w wycenie przedsiębiorstw, [w:] D. Ciesielska, K. Mazur (2015) Wycena przedsiębiorstw w procesie fuzji i przejęć, Poltext, Warszawa

Literatura

1. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa, 1999
2. M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa, 2011
3. A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa, 1998
4. U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa, 2001
5. Nota Interpretacyjna Nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych
6. D. Ciesielska, K. Mazur (2015) *Wycena przedsiębiorstw w procesie fuzji i przejęć*, Poltext, Warszawa