

Jacek Jaworski

Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

WYCENA MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW W WARUNKACH POLSKICH

Streszczenie: Główne cele artykułu to: wskazanie na kluczowe determinanty i uwarunkowania wyceny mikro- i małego przedsiębiorstwa w warunkach polskich, a także krytyczny przegląd metod teje wyceny. W pierwszej części opracowania omówione zostały przesłanki wzrostu znaczenia problematyki szacowania wartości małych przedsiębiorstw w Polsce, a także najważniejsze cechy specyficzne małych podmiotów w kontekście ich wyceny. Druga część poświęcona jest przeglądowi proponowanych w literaturze metod wyceny małych firm pod względem ich użyteczności i wiarygodności wyników.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, metody wyceny, małe przedsiębiorstwa.

1. Wstęp

Problematyka wyceny przedsiębiorstw jest jednym z kluczowych zagadnień współczesnych finansów. Wycenę wykorzystuje się w analizie różnych form przedsięwzięć inwestycyjnych, w transakcjach fuzji i przejęć, w prywatyzacji, w konstrukcji portfeli inwestycyjnych czy wreszcie w koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem przez wartość (*VBM*) [Szczepankowski 2007, s. 185].

Cechą charakterystyczną dotyczącą wyceny przedsiębiorstw jest jej względność. Jak podkreślają liczni autorzy [Jaki 2008, s. 15; *Zarządzanie wartością...* 1999, s. 107; Zarzecki 1999, s. 59 i in.] wybór standardów i metod wyceny, a w konsekwencji również jej wyniki zależą od wielu egzo- i endogenicznych czynników, w tym również od wielkości przedsiębiorstwa.

W ciągu ostatnich dwóch dekad w wyniku pogłębiającej się transformacji gospodarki znacznie zmieniła się struktura sektora przedsiębiorstw w Polsce. Na znaczeniu zyskały przede wszystkim mikro- i małe przedsiębiorstwa, które obecnie generują 37,4% PKB, zatrudniają 51,3% ogółu pracowników w sektorze firm, a ich liczebność przekracza 99% ogółu przedsiębiorstw w Polsce [*Raport o stanie...* 2009]. W tym kontekście rozpoznanie uwarunkowań wyceny małego przedsiębiorstwa w warunkach polskich staje się ważnym zadaniem dla praktyki i teorii finansów firm.

Celem artykułu jest wskazanie na kluczowe determinanty i uwarunkowania wyceny mikro- i małego przedsiębiorstwa w warunkach polskich, a także krytyczny

przeгляд możliwych do zastosowania metod teźże wyceny. Aby go osiągnąć, posłuźono się głównie analizą literatury przedmiotu oraz wnioskowaniem indukcyjnym na podstawie doświadczeń własnych autora¹.

2. Determinanty i uwarunkowania wyceny małego przedsiębiorstwa w Polsce

W pierwszych latach odrodzenia się sektora MŚP w Polsce działania tychże przedsiębiorstw i ich właścicieli ukierunkowane były głównie na zdobycie rynków poprzez poszukiwanie odpowiedniej oferty wyrobów, usług i towarów. Problematyka zarządzania finansami, restrukturyzacji i zmian własnościowych zarezerwowana była właściwie jedynie dla przedsiębiorstw dużych. Zwiększająca się konkurencja, globalizacja i integracja rynków w ostatniej dekadzie doprowadziła jednak do sytuacji, w której kształtowanie i pomiar przepływów finansowych małych firm (w tym ich wycena) nabrały istotnego znaczenia. Do głównych przyczyn takiego stanu rzeczy można zaliczyć [*Zarządzanie wartością...* 1999, s. 163; Jaworski 2007, s. 351]:

- integrację gospodarczą z UE – zwiększająca się konkurencja powoduje konieczność stosowania nowoczesnych metod zarządzania, do których należy zarządzanie przez wartość,
- przekształcenia własnościowe w sektorze MŚP – rosnąca liczba transakcji kupna i sprzedaży małych przedsiębiorstw implikuje większe potrzeby w zakresie ich wyceny,
- zmiany związane z naturalnym przekazywaniem firm rodzinnych z ojców na synów i z matek na córki – konieczne staje się stosowanie wyceny dla celów podatkowych i spadkowych.

Problematyka wyceny przedsiębiorstw ma bogatą tradycję w teorii i praktyce funkcjonowania dużych firm. Między dużymi a małymi przedsiębiorstwami występują jednak pewne istotne różnice wpływające na warunki wyceny. D. Zarzecki [2009, s. 670] wymienia trzy podstawowe grupy tychże różnic:

- 1) różnice operacyjne – dotyczą sposobów zorganizowania firm i ich działalności;
- 2) różnice transakcyjne – dotyczą rzeczywistych sposobów nabywania i sprzedawania przedsiębiorstw,
- 3) różnice wynikające z dynamiki rynku – odnoszą się do danych (ilościowych i jakościowych), które można wykorzystać w procesie wyceny.

Do pierwszej grupy należą przede wszystkim różnice wynikające ze stosowanych systemów ewidencji i ujawniania danych finansowych. W polskim sektorze MŚP jedynie 7,3% przedsiębiorstw prowadzi księgi rachunkowe na zasadach zbliźonych do firm dużych [*Działalność...* 2009]. Pozostałe podmioty z tego sektora

¹ Autor przez 11 lat był kierownikiem i właścicielem małego przedsiębiorstwa handlowo-usługowego. Od 2002 r. świadczy usługi doradcze z zakresu zarządzania finansami w sektorze MŚP.

stosują ewidencje uproszczone ukierunkowane na prawidłowe ustalenie zobowiązań podatkowych. Z założenia obejmują one znacznie mniejszą ilość danych o sytuacji finansowej firmy lub nawet, jak w przypadku karty podatkowej, całkowicie pomijają ten aspekt informacyjny. Skutkiem tego jest znaczne ograniczenie zakresu informacji, w szczególności finansowych, które można wykorzystać do wyceny małej firmy.

W odróżnieniu do firm dużych właściciele małych podmiotów zazwyczaj samodzielnie zarządzają działalnością operacyjną swoich przedsiębiorstw. W konsekwencji w kosztach małych firm ukrytych jest wiele prywatnych korzyści menedżerów, np. użytkowanie samochodów firmowych do celów prywatnych, zatrudnianie członków rodziny itp. Z doświadczeń autora wynika, że w warunkach polskich te nieformalne korzyści niejednokrotnie mają większe znaczenie dla właściciela od korzyści wynikających z osiągniętych zysków. Zatem z jednej strony ukryte koszty podnoszą wartość użytkową firmy dla jej właściciela, a z drugiej obniżają formalną wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa.

Należy również zauważyć, że brak rozdzielenia kompetencji menedżerskich i właścicielskich w małych przedsiębiorstwach powoduje odmienne postrzeganie głównych celów finansowych. Dla właścicieli firm dużych maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa związana jest przede wszystkim ze strumieniami pieniężnymi płynącymi z wypłacanych dywidend i ze wzrostu cen akcji. Dla właścicieli przedsiębiorstw małych wartość tę należy rozpatrywać znacznie szerzej. Obejmuje ona bowiem wiele pozafinansowych i trudno mierzalnych korzyści, takich jak satysfakcja z realizacji planów zawodowych, prestiż czy osiągnięcie wysokiego statusu społecznego.

Różnice omówione w dwóch wcześniejszych akapitach wpływają na trudności w szacowaniu kosztów kapitału własnego w małej firmie. Wymaga ono uwzględnienia w obliczeniach: po pierwsze – ukrytych w kosztach korzyści właścicieli, i po drugie – znalezienia metod pomiaru korzyści pozafinansowych.

W grupie różnic transakcyjnych najważniejszymi wydają się różnice wynikające z funkcjonowania rynków, na których dochodzi do transakcji sprzedaży przedsiębiorstw. Akcje i udziały dużych firm notowane i sprzedawane są zazwyczaj na dobrze uregulowanych, otwartych i sformalizowanych rynkach kapitałowych (np. giełdach papierów wartościowych). Przemiany własnościowe wśród przedsiębiorstw małych zachodzą na rynkach lokalnych, których reguły gry bardziej opierają się na zwyczajach i nieformalnych powiązaniach między inwestorami niż na przepisach prawa i ogólnie przyjętych procedurach. Skutkiem tego jest zdecydowanie większa asymetria informacji między kupującymi i sprzedającymi małe firmy oraz zdecydowanie mniejsza płynność udziałów tych firm w porównaniu z sektorem przedsiębiorstw dużych.

Do głównych różnic wynikających z dynamiki rynku można zaliczyć [Zarzecki 2009, s. 673]:

- dostęp do danych o transakcjach porównywalnych – w przypadku przedsiębiorstw dużych ujawnianie danych następuje poprzez publiczne notowania akcji i innych kapitałowych papierów wartościowych, transakcje dotyczące przedsiębiorstw małych objęte są zazwyczaj tajemnicą i zachodzą w zaciszu gabinetów,
- dostęp do planów finansowych, budżetów, projekcji itp. – dla przedsiębiorstw dużych plany stanowią podstawową drogę do osiągnięcia celów strategicznych; są one udostępniane szerokiej grupie użytkowników; w przedsiębiorstwach małych raczej rzadko wykorzystuje się w zarządzaniu profesjonalne plany finansowe – firmy te nastawione są na krótkoterminowe podejmowanie decyzji,
- dostęp do danych o przedsiębiorstwach konkurencyjnych – dla przedsiębiorstw małych konkurencję tworzą również firmy niewielkie, które również nie są chętne do ujawniania jakichkolwiek danych,
- dostęp do odpowiednich danych ekonomicznych – przedsiębiorstwa duże funkcjonują zazwyczaj na rynkach globalnych, dla których podstawowe wskaźniki ekonomiczne monitorowane są przez wiele instytucji w czasie rzeczywistym; lokalne funkcjonowanie małych firm powoduje, że adekwatne wskaźniki ekonomiczne są rzadko mierzone i ujawniane.

3. Metody wyceny małych przedsiębiorstw w warunkach polskich

Uwarunkowania towarzyszące wycenie małych przedsiębiorstw mają istotny wpływ na dobór właściwej metody szacowania ich wartości. D. Zarzecki [2009, s. 669], bazując na doświadczeniach firm amerykańskich, wymienia trzy główne podejścia do wyceny małych podmiotów:

1) podejście majątkowe – wartość przedsiębiorstwa określa się na podstawie wyceny jego majątku;

2) podejście dochodowe – za główny czynnik kształtujący wartość firmy uznaje się możliwy do osiągnięcia w przyszłości zysk (dochód);

3) podejście rynkowe – zwane niekiedy porównawczym, a opierające się na odzwierciedleniu w wycenie firmy transakcji porównywalnych.

Nieco inne propozycje rekomenduje M. Marcinkowska [2008, s. 521-541]:

1) metody dochodowe – szczególnie polecane dla przedsiębiorstw w fazie stabilnego rozwoju,

2) metody opcji rzeczywistych – wartość opcji jest funkcją obecnej ceny akcji, ceny wykonania, stopy procentowej wolnej od ryzyka, zmienności cen akcji, wskaźnika dywidendy oraz czasu, w jakim opcja może być wykonana,

3) metody uwzględniające kapitał intelektualny – wartość przedsiębiorstwa określa się na podstawie wyceny aktywów materialnych oraz kapitału intelektualnego.

Spośród metod wymienionych przez cytowanych autorów najbardziej kontrowersyjne wydaje się stosowanie metod dochodowych. Opierają się one na szacowaniu przyszłych dochodów przedsiębiorstwa, które w drugiej kolejności podda-

wane są dyskontowaniu według stopy równej średnioważonemu kosztowi kapitału przedsiębiorstwa. Za ograniczeniem ich stosowania w sektorze małych firm mogą przemawiać dwie zasadnicze wątpliwości [Jaworski 2009, s. 33]:

- zyski w tym sektorze podlegają dużej fluktuacji pod wpływem zmieniających się dynamicznie warunków otoczenia i nie mogą być określane z wiarygodnym prawdopodobieństwem w okresach dłuższych niż rok lub dwa lata,
- koszt kapitału w tychże przedsiębiorstwach nie może podlegać pomiarowi według tradycyjnych reguł (była o tym mowa wcześniej).

Również mało prawdopodobna wydaje się możliwość stosowania metod porównawczych. Małe firmy rzadko notowane są na aktywnych rynkach kapitałowych. Informacje o sprzedaży takich przedsiębiorstw są z reguły utajnione, rzadko rozpowszechniane i silnie związane z lokalnym (regionalnym) poziomem życia społecznego. Dane te są zatem niereprezentatywne, a także często mało wiarygodne [Jaworski 2009, s. 33].

Krytyce należy również poddać zastosowanie metod opartych na wycenie kapitału intelektualnego. Niewątpliwie należy się zgodzić z twierdzeniem, że w przypadku małych firm mających utrudniony dostęp do finansowania zewnętrznego główne nośniki wartości tkwią w zasobach ludzkich i ich umiejętnościach, a nie w materialnych składnikach majątku. Jednakże zmiany własnościowe w małej firmie najczęściej powodują przede wszystkim destrukcję kapitału intelektualnego. Jego główne składniki odchodzą wraz z dotychczasowym właścicielem. Pracownicy firmy są zazwyczaj silnie związani z jego osobą – często zdarza się, że także rodzinnie. Zmiana właściciela oznacza więc wymianę pozostałych pracowników. Zmiany w strukturze kapitału intelektualnego powodują, że nie może on być brany pod uwagę w obiektywnej ocenie wartości małego przedsiębiorstwa.

Na większą uwagę zasługują metody majątkowe. Doświadczenia firm brytyjskich [Stokes 1995, s. 163] wskazują, że wycena aktywów materialnych w aktualnych cenach rynkowych, natomiast aktywów niematerialnych (*goodwill*) za pomocą mnożnika zysków może być uzasadniona. W Polsce najpoważniejszym ograniczeniem w tym zakresie będą stosowane uproszczenia w systemach ewidencyjnych małych firm. Nie gwarantują one bowiem rzetelnego pomiaru składników majątkowych, w szczególności tych niematerialnych. Jednakże w pewnych warunkach, przy wdrożeniu w przedsiębiorstwie alternatywnych form ewidencji aktywów, metody te mogą określać dość dokładnie wartość małego przedsiębiorstwa.

Coraz szersze zastosowanie w rozwiniętych gospodarkach europejskich do wyceny małych przedsiębiorstw mają metody oparte na opcjach rzeczywistych. Jest to spowodowane coraz większym przekonaniem, że zamiast dokonywania klasycznej wyceny małej firmy powinno się raczej oceniać jej aktywność. Wówczas na wartość przedsiębiorstwa wpływ będą miały [Szopa 2008, s. 420]:

- 1) założony przez właściciela prywatny poziom konsumpcji (X),
- 2) poziom dochodów netto firmy w danym momencie (S),
- 3) prawdopodobieństwa osiągnięcia przez dochody bieżące poziomów S i X –

N_{d1} i N_{d2} .

Cenę opcji można wówczas przedstawić zgodnie z regułą Blacka-Scholesa-Mertona:

$$C = S \times N_{d1} - X \times N_{d2}. \quad (1)$$

Tak obliczona wartość opcji jest wielkością teoretyczną wynikającą z przyjętych, oczekiwanych rezultatów działalności przedsiębiorstwa. Należy ją skonfrontować z rzeczywistymi kosztami podjęcia i kontynuowania działalności gospodarczej. Mogą one być większe lub mniejsze od oszacowanej ceny opcji. W pierwszym przypadku oznacza to brak ekonomicznego uzasadnienia prowadzenia (przejęcia, kontynuacji) działalności. Jeśli zaś teoretyczna cena opcji przewyższa koszty rzeczywiste, to wówczas działalność należy podejmować (kontynuować, przejmować).

Model wyceny za pomocą opcji rzeczywistych ma wiele ograniczeń wynikających z rygorystycznych założeń upraszczających rzeczywistość. Podkreśla się zatem, że model ten nie powinien być stosowany w oderwaniu od tradycyjnych metod szacowania wartości przepływów pieniężnych [Gajdka 2001]. Jako uzupełnienie tych niekonwencjonalnych sposobów szacowania wartości małych podmiotów można zarekomendować mieszane metody wyceny przedsiębiorstw (np. metodę berlińską, szwajcarską lub UEC).

Metody mieszane zasadzają się na szacunkach różnego rodzaju przeciętnych wartości przedsiębiorstwa wynikających z przeprowadzonych wycen metodami majątkowymi i dochodowymi. Standardowo polecane są one dla przedsiębiorstw charakteryzujących się rentownością kapitałów własnych niższą od przeciętnych rynkowych stóp procentowych [Kufel 1992, s. 76]. Jest to cecha charakterystyczna małych przedsiębiorstw, dla których duża część korzyści właścicieli ukryta jest w kosztach firmy. Ponadto metody te stanowią wypadkową pomiędzy majątkowym i dochodowym podejściem do wyceny firmy. Tym sposobem niwelują wady jednych i drugich szacunków (o których była mowa wcześniej), pozwalając uwzględnić w wycenie obydwie czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa.

4. Podsumowanie i wnioski

Zwiększająca się rola małych firm w gospodarce polskiej, a także coraz większa dojrzałość tego sektora przedsiębiorstw determinują potrzebę prowadzenia wśród praktyków i teoretyków dyskusji nad wyceną małych podmiotów gospodarczych. Należy w niej niewątpliwie uwzględniać doświadczenia innych państw i gospodarek, jednakże pierwszorzędną rolę w doborze metod wyceny oraz interpretacji jej wyników odgrywać powinny uwarunkowania polskie.

Specyfika małych firm w porównaniu z przedsiębiorstwami dużymi, w kontekście pomiaru ich wartości, wynika z różnic operacyjnych, transakcyjnych i związanych z dynamiką rynku. Wśród nich decydujące znaczenie w warunkach Polskich mają różnice w stosowanych systemach ewidencyjnych (dostęp do danych), brak rozdzielenia kompetencji menedżerskich i właścicielskich (wiele korzyści właści-

cieli ukrytych jest w kosztach firm) oraz duża asymetria informacji wynikająca z niedojrzałości rynku transakcji kapitałowych w sektorze MŚP.

Cechy charakterystyczne małych firm wpływają na dobór możliwych do zastosowania metod ich wyceny. Przeprowadzony przegląd sposobów wyceny małych przedsiębiorstw wykazał, że jako bazowe (podstawowe) należy odrzucić czyste metody dochodowe, a także porównawcze. Metody majątkowe mogą być wykorzystane pod warunkiem stosowania przez przedsiębiorstwo rozszerzonych systemów ewidencyjnych. Najbardziej wiarygodnych wyników dostarczać zaś będą metody niekonwencjonalne. W tym zakresie rekomendować można dwie grupy metod:

- 1) oparte na opcjach rzeczywistych,
- 2) osadzone na wycenie rynkowej majątku i generatorze (mnożniku) zysku.

Ze względu jednak na ich liczne ograniczenia wyniki szacunków należy skonfrontować z obliczeniami opartymi na rozwiązaniach tradycyjnych. Pomocniczo do metod niekonwencjonalnych można zastosować jedną lub kilka wybranych metod mieszanych (majątkowo-dochodowych).

Zaprezentowane w artykule poglądy różnych autorów oraz specyficzne uwarunkowania funkcjonowania polskich małych przedsiębiorstw wskazują, że ich wycena nie jest zagadnieniem wystarczająco rozpoznanym, wymaga dalszych badań oraz przede wszystkim – weryfikacji wskazanych metod w praktyce gospodarczej.

Literatura

- Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2007r.*, raport GUS 2009, www.stat.gov.pl.
- Gajdka J., *Wykorzystanie modeli z zakresu wyceny opcji do szacowania wartości aktywów i pasywów spółki*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Płock-Łódź 2001.
- Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków 2008.
- Jaworski J., *Value Based Management w małym przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji” 2009, nr 3.
- Jaworski J., *Zmiany w potrzebach informacyjnych a polityka uproszczeń w rachunkowości małych przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Wpływ międzynarodowych i krajowych regulacji sprawozdawczości finansowej i auditingu na zmiany w praktyce rachunkowości*, red. I. Sobańska, A. Szychta, UŁ, Łódź 2007.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park, Bielsko-Biała 1992.
- Marcinkowska M., *Metody wyceny małych przedsiębiorstw*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie i ocena wyników przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 520, Szczecin 2008.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008*, red. A. Żołnierski, PARP, Warszawa 2009.
- Stokes D., *Small Business Management*, BPC Hazell, Londyn 1995.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Szopa A., *Wycena aktywności mikroprzedsiębiorstw – próba empirycznej weryfikacji*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro- i małych przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 492, Szczecin 2008.

Zarządzanie wartością firmy, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999.

Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRWP, Warszawa 1999.

Zarzecki D., *Specyfika wyceny małych przedsiębiorstw*, [w:] *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro- i małych przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 540, Szczecin 2009.

SMALL BUSINESS VALUATION UNDER POLISH CONDITIONS

Summary: The main objectives of this paper are: an indication of the key determinants and conditions for valuing of micro and small enterprises in Poland and a critical review of the valuation methods. In the first part of the paper, the growing importance of the small business valuation in Poland and the main specific features of small entities within the context of their valuation are discussed. The review of valuation methods of small firms proposed by literature is done in the second part of the paper in terms of their usefulness and results reliability.