

Metody wyceny przedsiębiorstw w połączeniach jednostek gospodarczych

Magdalena Janowicz *

Wprowadzenie

Wycena jest jednym z podstawowych zagadnień, którymi zajmuje się rachunkowość. Mimo że w większości przypadków dotyczy poszczególnych składników majątku danej jednostki gospodarczej (na przykład zapasów lub nieruchomości inwestycyjnych), są sytuacje, w których wycenie może podlegać przedsiębiorstwo jako całość. Jedną z nich jest połączenie jednostek gospodarczych.

Zgodnie z art. 498 Kodeksu spółek handlowych (Dz.U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037, z późn. zm.), wszystkie łączące się spółki są zobowiązane do sporządzenia planu połączenia. W dokumencie tym powinien zostać ujęty stosunek wymiany udziałów (akcji) spółki przejmowanej lub spółek łączących się przez zawiązanie nowej spółki na udziały (akcje) spółki przejmującej lub spółki nowo zawiązanej. Stosunek ten jest nazywany parytetem wymiany i określa relację między wartością udziałów (akcji) spółek łączących się. Podstawą jego wyznaczenia są wartości rynkowe łączących się podmiotów. Parytet wymiany wskazuje również, jaką część majątku jednostki połączonej będzie posiadała każda ze stron.

Ustalony parytet wymiany ma wpływ na sprawozdanie finansowe jednostki przejmującej lub powstałej w wyniku połączenia. Odzwierciedla on zmianę wartości kapitałów własnych w wyniku połączenia, a w przypadku rozliczenia połączenia metodą nabycia wpływa na wysokość ceny przejęcia oraz w konsekwencji na wartość firmy powstałą w wyniku połączenia. W związku z tym staje się konieczne wykorzystanie takich metod wyceny przedsiębiorstwa, które umożliwią ustalenie parytetu wymiany najlepiej oddającego relacje między wartością łączących się spółek.

* Mgr Magdalena Janowicz, Uniwersytet Szczeciński, Instytut Rachunkowości, Katedra Sprawozdawczości Finansowej i Audytu, asystent.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie metod wyceny przedsiębiorstw, które mogą zostać wykorzystane na potrzeby ustalenia parytetu wymiany, oraz analiza wykorzystywania przedstawionych metod w praktyce.

1. Stosowane metody wyceny przedsiębiorstw

Przepisy Kodeksu spółek handlowych nie precyzują, jaka metoda wyceny przedsiębiorstwa powinna zostać wykorzystana do ustalenia parytetu wymiany. Dlatego do wyceny łączących się spółek stosuje się ogólnie przyjęte metody wyceny, które można podzielić na trzy podstawowe grupy¹:

- metody dochodowe,
- metody majątkowe,
- metody porównawcze.

Typologię metod wyceny przedsiębiorstw przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Metody wyceny przedsiębiorstw

Metody dochodowe	Metody majątkowe	Metody porównawcze
<ul style="list-style-type: none"> – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, – metoda zdyskontowanych strumieni ekonomicznej wartości dodanej, – metoda wyceny kapitału własnego 	<ul style="list-style-type: none"> – metoda wyceny aktywów netto, – wycena metodą wartości podatkowej, – metoda skorygowanych aktywów netto, – wycena metodą odtworzeniową, – wycena metodą wartości likwidacyjnej 	<ul style="list-style-type: none"> – metody mnożnikowe, – metody wielowskaźnikowe, – wycena akcji

Źródło: opracowanie własne.

Metody dochodowe to metody oparte na określeniu zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dochodów w przyszłości. Mają one charakter dynamiczny, gdyż wymagają prognozowania przyszłych dochodów, a niezbędną podstawą wyceny dokonanej przy ich zastosowaniu jest biznes-plan. Ustalona w ten sposób wartość przedsiębiorstwa odzwierciedla efektywność wykorzystania zasobów posiadanych przez jednostkę gospodarczą.

¹ Metody te są różnie klasyfikowane przez różnych autorów, zob. m.in.: DePamphilis (2002, s. 347–348) oraz Małyszewska (2006, s. 7). Podział metod wykorzystany w artykule oparto na klasyfikacji zaproponowanej przez Lewandowskiego i in. (2001, s. 157).

Do metod dochodowych zalicza się²:

- metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych,
- metodę zdyskontowanych strumieni ekonomicznej wartości dodanej,
- metodę wyceny kapitału własnego.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF – *Discounted Cashflow Valuation*) polega na sprowadzeniu przyszłych przepływów gotówki generowanych przez przedsiębiorstwo do ich wartości na dzień wyceny za pomocą stopy dyskontowej (Lewandowski i in., 2001, s. 158). W tym ujęciu wartość spółki opiera się na jej przyszłych wynikach finansowych. Metoda ta jest uważana za najbardziej kompleksowe podejście do określenia wartości jednostki gospodarczej. Pozwala również na uwzględnienie zmian mających wpływ na wartość jednostki, które mogą wystąpić w samej jednostce lub jej otoczeniu w przyszłości.

Kolejna z metod, **metoda zdyskontowanych strumieni ekonomicznej wartości dodanej**³, wykazuje duże podobieństwo do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Ze względu na swą istotę, ekonomiczna wartość dodana jest kategorią zysku, nie posiada jednakże wad zysku księgowego, gdyż uwzględnia koszt wszystkich źródeł kapitału, również kapitału własnego. Ponadto jest ona miernikiem odnoszącym się do działalności operacyjnej przedsiębiorstwa.

Ostatnia z tej grupy, **metoda wyceny kapitału własnego**, polega na dyskontowaniu strumienia przyszłych dywidend.

Z kolei **metody majątkowe** określają wartość jednostki wykorzystując jedynie wartość jej majątku według wartości bilansowych i nie biorą pod uwagę jej zdolności do generowania zysków jako kombinacji posiadanych aktywów. Są one prostsze niż dwie pozostałe metody, niemniej ich wartość informacyjna jest niższa.

Do metod majątkowych zalicza się⁴:

- metodę wyceny aktywów netto,
- wycenę metodą wartości podatkowej,
- metodę skorygowanych aktywów netto,
- wycenę metodą odtworzeniową,
- wycenę metodą wartości likwidacyjnej.

Metoda wyceny aktywów netto wykorzystuje ustalone na dzień wyceny wartości księgowe składników majątku jednostki podlegającej wycenie i sprowadza się do ustalenia bilansowej wartości kapitału własnego z uwzględnieniem ewentualnych korekt. Metoda ta nie uwzględnia jednakże produktywności majątku jednostki oraz stopnia zorganizowania jej zasobów.

² Na podstawie klasyfikacji zaproponowanej przez Zadorę (2005, s. 84–91).

³ Ekonomiczna wartość dodana (EVA) to różnica między zyskiem operacyjnym pomniejszonym o podatek a iloczynem kapitału zaangażowanego w okresie bazowym ($t=0$) i średnim ważonym kosztem kapitału.

⁴ Podział oparto przede wszystkim na klasyfikacji przedstawionej przez Mączyńską (2005, s. 71). Wycenę metodą wartości podatkowej wspomina Zadora (2005, s. 68).

Wycena metodą wartości podatkowej polega na skorygowaniu wartości bilansowej przedsiębiorstwa o przejściowe różnice między podatkową i bilansową wartością aktywów i pasywów.

Kolejną metodę, **skorygowanych aktywów netto**, można uznać za doskonałą wersję metody wyceny aktywów netto. Metoda ta również opiera się na bilansowej wycenie majątku jednostki, uwzględnia jednak korekty mające służyć urealnieniu jego wartości. Korekty te mogą wynikać ze specyfiki działalności jednostki lub dotyczyć tych składników majątku, które nie zostały ujęte w bilansie. W związku z tym lepiej oddaje ona wartość wycenianej jednostki gospodarczej niż metoda wyceny aktywów netto.

Z kolei **wycena metodą odtworzeniową** polega na ustaleniu wartości majątku jednostki gospodarczej podlegającej wycenie poprzez określenie nakładów inwestycyjnych oraz kosztów niezbędnych dla odtworzenia takiego samego lub podobnego składnika majątku. Podstawą dokonanej w ten sposób wyceny jest rzeczywiste zużycie majątku, a nie jego zużycie księgowo.

Do metod majątkowych zalicza się także **metodę wyceny wartości likwidacyjnej**, zwaną również metodą upłynnienia majątku. Metoda ta polega na ustaleniu ceny sprzedaży aktywów na rynku w dniu wyceny i jest wykorzystywana wtedy, gdy przedsiębiorstwo podlega likwidacji. Ze względu na swój charakter metoda ta nie ma zastosowania w przypadku połączeń jednostek gospodarczych⁵.

Kolejna grupa to **metody porównawcze** (zwane również porównawczo-rynkowymi lub rynkowymi), które – podobnie jak metody majątkowe – określają wartość spółki na dany moment w czasie. Polegają one na określeniu wartości kapitałów własnych wycenianej spółki poprzez zastosowanie relacji wartości rynkowych kapitałów własnych lub wartości całego majątku porównywalnych spółek do wybranych wielkości ekonomiczno-finansowych (Lewandowski i in., 2001, s. 170). Podejście takie opiera się na powszechnie akceptowanym założeniu, że podobne do siebie aktywa powinny być wyceniane i sprzedawane po zbliżonych cenach. Metody te pozwalają na oszacowanie wartości rynkowej kapitałów własnych przedsiębiorstwa nienotowanego na giełdzie.

Wśród metod porównawczych wymienia się:

- metody mnożnikowe,
- metody wielowskaźnikowe,
- wycena akcji.

Metody mnożnikowe wykorzystują wskaźniki rynku kapitałowego i umożliwiają w miarę proste i szybkie ustalenie wartości wycenianego przedsiębiorstwa. Należy jednak pamiętać, że wskaźniki rynkowe mogą podlegać znacznym wahaniom zarówno z przyczyn ekonomicznych, jak i nieekonomicznych, które mogą zniekształcić ustaloną wartość przedsiębiorstwa.

Sposobem na wyeliminowanie tej wady może być zastosowanie **metod wielowskaźnikowych** (wielomnożnikowych), w których wartość przedsiębiorstwa

⁵ Zgodnie z art. 491 § 3 kodeksu spółek handlowych nie mogą się łączyć następujące spółki: spółka w likwidacji, spółka, która rozpoczęła podział majątku, lub spółka w upadłości.

jest ustalana jako średnia arytmetyczna kilku wartości, które zostały oszacowane na podstawie różnych wskaźników.

Ostatnia z metod porównawczych, **wycena akcji**, sprowadza się do ustalenia wartości rynkowej wycenianego przedsiębiorstwa jako iloczynu ceny rynkowej akcji oraz ich ilości.

Przedstawione metody mają swoje wady i zalety (tabela 2), a wybór odpowiedniej metody powinien zależeć od specyfiki jednostki podlegającej wycenie.

Tabela 2. Zalety i wady poszczególnych metod wyceny przedsiębiorstw

Metoda	Zalety	Wady
dochodowa	<ul style="list-style-type: none"> – dokładność – uwzględnia produktywność majątku jednostki oraz jej zdolność do generowania przyszłych zysków 	<ul style="list-style-type: none"> – skomplikowana procedura ustalania – pracochłonna – oparta na wielu założeniach i danych szacunkowych – trudna do zastosowania w warunkach niestabilizowanej gospodarki
majątkowa	<ul style="list-style-type: none"> – relatywnie proste procedury ustalania 	<ul style="list-style-type: none"> – nie bierze pod uwagę produktywności majątku jednostki podlegającego wycenie – wykorzystuje wartości historyczne – uwzględnia jedynie majątek jednostki i nie bierze pod uwagę innych czynników, np. kapitał ludzki – nie zawsze wartość księgowa jednostki gospodarczej jest równa jej wartości rynkowej
porównawcza	<ul style="list-style-type: none"> – prosta i w miarę szybka procedura ustalania 	<ul style="list-style-type: none"> – wskaźniki rynkowe mogą ulegać znacznym wahaniom – wykorzystuje wartości historyczne – problemy z wyborem właściwych parametrów na potrzeby wyceny

Źródło: opracowanie własne.

Jednocześnie warto zaznaczyć, że zaleca się stosowanie dwóch różnych metod wyceny, czyli na przykład dochodowej i porównawczej. Otrzymane w ten sposób wartości powinny zostać zweryfikowane, a następnie uśrednione.

Podsumowując, warto dodać, że w literaturze przedmiotu wyróżnia się również grupę **metod mieszanych**. Stanowią one połączenie metod majątkowych z dochodowymi i mają służyć wykorzystaniu zalet obu metod oraz zminimali-

zowaniu ich wad. W ujęciu najbardziej ogólnym wartość przedsiębiorstwa ustalona przy wykorzystaniu metody mieszanej jest średnią arytmetyczną ważoną wartości otrzymanych przy wykorzystaniu metody dochodowej i majątkowej.

2. Wykorzystanie metod wyceny przedsiębiorstw w praktyce

Kontynuując tok powyższych rozważań, warto przedstawić pewne aspekty związane z wykorzystaniem poszczególnych metod wyceny przez łączące się jednostki gospodarcze.

Na potrzeby niniejszego artykułu przeanalizowano 50 planów połączeń, z których 42 zawierały informacje dotyczące zastosowanych metod wyceny łączących się jednostek, niezbędnych dla ustalenia parytetu wymiany akcji/udziałów.

Zebrane dane dotyczą połączeń przeprowadzonych w latach 2002–2008 oraz w pierwszych dwóch miesiącach 2009 roku między spółkami, z których co najmniej jedna jest lub była notowana na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW). Otrzymane w ten sposób informacje pozwoliły na przeanalizowanie danych dotyczących metod wyceny zastosowanych przez 88 spółek⁶ z różnych branż.

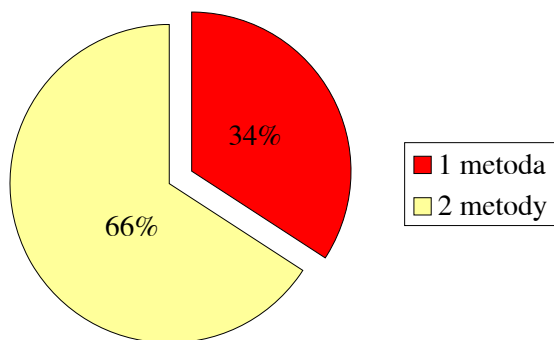
W 27 przypadkach połączeń, do wyceny łączących się podmiotów gospodarczych wykorzystano dwie różne metody wyceny przedsiębiorstw. W 13 przypadkach każde z łączących się przedsiębiorstw wyceniono tylko jedną metodą. W dwóch przypadkach – jedno z przedsiębiorstw zostało wycenione tylko jedną metodą, a pozostałe dwiema.

Z 88 spółek 30 zastosowało jedynie jedną metodę wyceny przedsiębiorstw, zaś pozostałe 58 wykorzystało dwa rodzaje metod (rysunek 1). Podejście takie jest zgodne ze wspomnianym wcześniej zaleceniem w zakresie wyceny. Można je również wytłumaczyć dążeniem łączących się jednostek do ustalenia takiego parytetu wymiany akcji, który najlepiej odda relacje między majątkiem tych jednostek⁷. Dodatkowym czynnikiem decydującym o zastosowaniu dwóch metod wyceny może być również konieczność zbadania planów połączenia przez biegłego rewidenta. Należałoby oczekiwać, że w takiej sytuacji łączące się jednostki gospodarcze będą dążyły do ustalenia takiego parytetu wymiany, który nie zostanie zakwestionowany przez biegłego rewidenta.

⁶ Trzy z przeanalizowanych planów dotyczyły połączenia więcej niż dwóch podmiotów gospodarczych.

⁷ Warto zaznaczyć, że w kilku planach połączenia zaznaczono występowanie dużych rozbieżności między parytetami wymiany wyznaczonymi przy zastosowaniu różnych metod, a co za tym idzie, znaczne różnice w wycenie łączących się przedsiębiorstw.

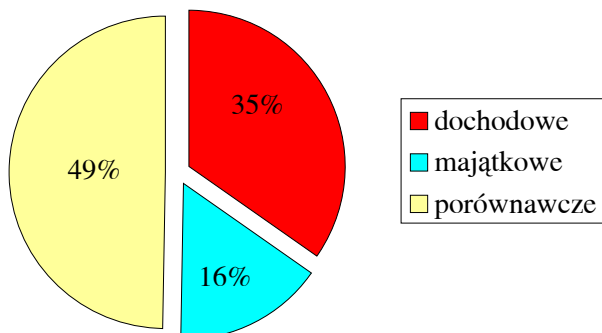
Rysunek 1. Liczba metod wyceny wykorzystanych przez łączące się spółki



Źródło: opracowanie własne.

Najczęściej wykorzystywane metody wyceny należały do grupy metod porównawczych. Wykorzystano je 70 razy. Metody dochodowe wykorzystano 49 razy. Najrzadziej wykorzystywano metody majątkowe, gdyż jedynie 22 razy (rysunek 2).

Rysunek 2. Wykorzystanie metod wyceny przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne.

Wyniki te są zgodne z wnioskami wyciągniętymi na podstawie przeprowadzonych w latach 1998–2000 badań dotyczących procesów fuzji i przejęć w Polsce (Lewandowski i in., 2001, s. 172). Na ich podstawie stwierdzono, że na potrzeby wyceny przedsiębiorstw polskie spółki giełdowe najczęściej wykorzystują metody porównawcze. Wyniki badania przeprowadzanego przez Autorkę potwierdzają również przedstawione wówczas wstępne prognozy dotyczące zmniejszenia popularności wycen majątkowych oraz wzrostu popularności metod dochodowych i porównawczych (Lewandowski i in., 2001, s. 176).

Jednocześnie warto zaznaczyć, że w badanych przypadkach metoda majątkowa była z reguły stosowana do wyceny spółek nienotowanych na WGPW, a w przypadku spółek giełdowych stanowiła jedną z zastosowanych metod. Jak już wcześniej zaznaczono, podejście takie jest zalecane przy wycenie przedsiębiorstw.

Na podstawie zebranych danych można stwierdzić, że spośród metod dochodowych najczęściej wykorzystywano metodę zdyskontowanych przepływów netto, zaś wśród metod porównawczych najbardziej popularna wydaje się metoda mnożnikowa. Niestety, forma informacji zaprezentowanych w przeanalizowanych planach połączenia oraz ich ogólność nie pozwalają na wyciągnięcie szczegółowych wniosków dotyczących stosowanych metod szczegółowych.

Z naukowego punktu widzenia wydaje się uzasadnione przeprowadzenie podobnych badań w przyszłości w celu oceny wpływu obecnego kryzysu gospodarczego na dobór metod wyceny przedsiębiorstw stosowanych przez łączące się jednostki.

Uwagi końcowe

Publikacje z zakresu rachunkowości koncentrują się przede wszystkim na zagadnieniach zaprezentowanych w ustawie o rachunkowości, a więc związanych z wyborem metody księgowego rozliczenia połączenia jednostek gospodarczych lub zasad wyceny majątku łączących się spółek. Należy jednak pamiętać, że przy rozliczaniu połączenia w księgach rachunkowych trzeba brać pod uwagę również inne przepisy prawne, jak Kodeks spółek handlowych lub ustawy podatkowe, a także elementy innych dziedzin nauki.

Właściwa wycena majątku łączących się spółek jest niezwykle istotna, ale często zapomina się, że w przypadku połączenia jednostek gospodarczych wycena ta ma dwa aspekty. Wycenie podlegają poszczególne składniki majątku łączących się podmiotów, ale jednocześnie wycenie podlegają również same spółki jako całość.

Z księgowego punktu widzenia ustalona wartość przedsiębiorstw decyduje o kwocie, o jaką zostaną podniesione kapitały własne jednostki kontynuującej działalność po połączeniu⁸. W przypadku rozliczenia połączenia metodą nabycia poprzez parytet wymiany wpłynie ona również na wysokość ceny przejęcia⁹, a w konsekwencji przełoży się na wartość firmy.

⁸ W wyniku połączenia jednostek gospodarczych spółki przejmowane lub spółki łączące się przez zawiązanie nowej spółki zostają rozwiązane (art. 493 § 1 Kodeksu spółek handlowych).

⁹ Zgodnie z ustawą o rachunkowości za cenę przejęcia można uznać m.in. rynkową wartość udziałów lub akcji wyemitowanych w celu połączenia (art. 44 b ust. 4 Ustawy z 29.09.1994 r. o rachunkowości).

Z tych względów wycena przedsiębiorstw wydaje się zagadnieniem nierozdzielnie związanym z księgowymi aspektami połączenia jednostek gospodarczych. Łączące się jednostki powinny wiedzieć, jakie mają możliwości wyboru w zakresie metod wyceny, jakie są wady i zalety poszczególnych metod oraz powinny umieć dobrać taką metodę wyceny, która będzie dla nich najbardziej odpowiednia.

Przeanalizowane w artykule dane wskazują, że spółki zdają sobie sprawę, jak ważna jest właściwa wycena przedsiębiorstw w procesie połączenia jednostek gospodarczych. Można zaobserwować odchodzenie od stosowania majątkowych metod wyceny na rzecz metod porównawczych i dochodowych. Na tej podstawie można również założyć, iż badane spółki są świadome faktu, że wycena rynkowa przedsiębiorstwa może znacząco odbiegać od jego wyceny księgowej. Jednocześnie należy pamiętać, że przeprowadzone badania dotyczą w dużej mierze spółek notowanych na WGPW, trudno więc uogólniać otrzymane wyniki na wszystkie łączące się jednostki gospodarcze.

Literatura

- DePamphilis D. (2002), *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press.
- Małyszewska E. (2006), *Parytet wymiany podstawą połączenia spółek*, „Gazeta Prawna”, nr 10 (1628).
- Mączyńska E. (2005), *Wycena przedsiębiorstw*, SKwP, Warszawa.
- Kodeks spółek handlowych, 2000, Dz.U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037, z późn. zm.
- Lewandowski M., Kamiński M., Kulpa N. i in. (2001), *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG PRESS, Warszawa.
- Ustawa z 29 września 1994 o rachunkowości, Dz.U. z 2002 r. nr 76, poz. 694, z późn. zm.
- Zadora H. (2005), *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, SKWP, Warszawa.

Streszczenie

Wycena łączących się spółek na potrzeby ustalenia parytetu wymiany akcji jest istotnym zagadnieniem związanym z połączeniem jednostek gospodarczych. Celem niniejszego artykułu jest wskazanie, jakie metody wyceny mogą zostać wykorzystane przez łączące się jednostki gospodarcze. Artykuł zawiera także wyniki przeprowadzonych przez Autorkę badań dotyczących wykorzystania przedstawionych metod w praktyce.

Summary

Methods of enterprise valuation in business combination

Valuation of combining entities required for calculating the exchange ratio for the shares is an important issue related to business combination. The purpose of the article is to present the methods that may be used by combining entities. The paper also contains the results of the research conducted by the Author and related to determining what methods are used by combining entities.