

Bogdan Nogalski
Henryk Zalewski

**KAPITAŁY I WARTOŚĆ
W PROCESIE ZARZĄDZANIA
PRZEDSIĘBIORSTWEM**



GDYNIA 1998

Bogdan Nogalski, Henryk Zalewski

Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni

Gdynia 1998

POSZCZEGÓLNEROZDZIAŁYI PODROZDZIAŁYOPRACOWALI:

Bogdan Nogalski	wstęp; rozdz. 6.; p. 6.1.; p.6.4. 6.5.; załącznik
Bogdan Nogalski, Adam Bańczyk	rozd. 6.; p. 6.2.; rozdz. 8.; p. 8.1. do 8.3.
Bogdan Nogalski, Krzysztof Olszewski, Andrzej Reszke	rozd. 7.
Bogdan Nogalski, Andrzej Reszke	rozd. 6.; p. 6.3.
Bogdan Nogalski, Tomasz Białas, Jacek Rybicki	rozd. 5.; p. 5.2. do 5.6.
Bogdan Nogalski, Adam Bańczyk, Tomasz Białas, Jacek Rybicki	rozd. 5; p. 5.1.
Henryk Zalewski	rozd. 1 do 4

Koordinacja merytoryczna: **Bogdan Nogalski**

Recenzent: **Lech Bednarski**

Redaktor: **Lidia Skolimowska**

ISBN 83-905321-9-0

Copyright by Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni

Wydanie pierwsze

**Drukarnia Wydawnictwa Diecezji Pelplińskiej „Bernardinum”
ul. Bp. Dominika 11, 83-130 Pelplin**

Spis treści

Wstęp	5	
Rozdział I	Firma - to więcej niż przedsiębiorstwo	7
Rozdział II	Majątek firmy, charakterystyka ogólna	17
Rozdział III	Ustalanie wartości majątku trwałego	26
	3.1. Majątek trwały - sposoby ustalania wartości	26
	3.2. Wycena wartości niematerialnych i prawnych ...	33
	3.3. Dodatnia i ujemna wartość firmy.....	38
	3.4. Aktualizacja wyceny.....	42
	3.5. Odpisy amortyzacyjne.....	51
	3.6. Uwagi końcowe.....	53
Rozdział IV	Wartość majątku obrotowego	56
	4.1. Majątek obrotowy - istota.....	56
	4.2. Rzeczowy majątek obrotowy.....	56
	4.3. Należności i roszczenia.....	61
	4.4. Papiery wartościowe.....	62
	4.5. Środki pieniężne.....	64
Rozdział V	Zarządzanie wartością firmy	65
	5.1. Wartość firmy.....	65
	5.2. Wartość rzeczywista.....	69
	5.3. Potencjalna wartość firmy po wprowadzeniu udoskonaień wewnętrznych.....	70
	5.4. Potencjalna wartość firmy po wprowadzeniu udoskonaień zewnętrznych.....	71
	5.5. Optymalna wartość firmy.....	74
	5.6. Wartość rynkowa a wartość optymalna.....	74
Rozdział VI	Wycena wartości firmy - ujęcie metodyczne	76
	6.1. Wycena i jej przedmiot.....	76
	6.2. Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw.....	82
	6.2.1. Cele wyceny firmy.....	82
	6.2.2. Funkcje wyceny.....	87
	6.3. Wycena przedsiębiorstw - podejścia metodolo- giczne.....	90

6.4.	Podstawy prawne określania wartości i ceny firmy.....	101
6.5.	Problemy z aplikacją wybranych metod wyceny wartości przedsiębiorstw w warunkach polskich	103
6.5.1	Metody majątkowe.....	103
6.5.2	Metody dochodowe.....	107
Rozdział VII	Wycena wartości firmy - ujęcie praktyczne	108
7.1.	Założenia ogólnometodyczne wyceny.	108
7.2.	Wycena wartości księgowej (aktywów netto)....	109
7.2.1.	Założenia metody.....	109
7.2.2	Aproksymacja wartości księgowej... ..	110
7.3.	Wycena wartości dochodowej.....	120
7.3.1	Założenia metody - założenia ogólne biznes planu.	120
7.3.2	Przedmiot i obszar działania „FIRMY XYZ”	121
7.3.3	Sytuacja na rynku i analiza SWOT ...	121
7.3.4.	Aproksymacja wartości dochodowej; szacowanie parametrów ekonomiczno-finansowych.....	123
7.4.	Wycena wartości mieszanej.....	134
7.4.1.	Założenia metody.....	134
7.4.2	Wynik wyceny wartości mieszanej ...	135
7.5.	Wycena wartości metoda mnożnika zysku.	135
7.5.1	Założenia metody.....	135
7.5.2.	Mnożnik cenowo - dochodowy.	136
7.5.3	Wyniki wyceny metodą mnożnika zysku.....	138
7.6.	Ustalenie ostatecznego wyniku wyceny wartości „FIRMY XYZ”.....	139
Rozdział VIII	Problemy pojawiające się przy wycenie wartości firmy.....	141
8.1.	Problemy związane z interpretacją wyników.	141
8.2.	Problemy związane z fazą negocjacyjną.	143
8.3.	Problemy wynikające z warunków ogólno-gospodarczych.....	144
	Bibliografia.....	146
	Spis tabel.....	148
	Spis rysunków.....	148
	Załącznik.....	149

WSTĘP

Zarządzanie kapitałem (kapitałami)¹ i wartością firmy jest niezwykle zajmującą dziedziną administracji biznesu. Stanowi ono zagadnienie nowe, i bardzo interesujące zarówno z naukowo-poznawczego, jak i aplikacyjnego punktu widzenia. Każda bowiem kluczowa decyzja podejmowana przez menedżerów firmy wywołuje ważne implikacje finansowe. Mają one bowiem bezpośredni wpływ na działania rynkowe firmy i poziom jej zyskowności.

W gospodarce centralnie sterowanej problematyka ta na skutek stosowania administracyjnie, odgórnie narzucanych standardowych procedur zarządczych nie spełniła właściwej roli kreatora efektywności przedsiębiorstwa. Wdrażane w Polsce począwszy od roku 1990 zasady gospodarki rynkowej kształtują - poprzez fakt powoływania do życia coraz to innych, o zróżnicowanych funkcjach instytucji oraz narzędzi na rynku kapitałowym - dla niej jakościowo całkiem odmienne warunki rozwoju. Tworzone na rynku kapitałowym reguły oraz procedury jego funkcjonowania i krystalizujące się struktury instytucjonalne, sprzyjają racjonalizacji sposobów zarządzania posiadanymi przez firmę kapitałami, w celu wzrostu (maksymalizacji) jej wartości z punktu widzenia właściciela, jako istotnej przesłanki podejmowania działalności gospodarczej.

Jak wykorzystywać majątek, aby rosła wartość przedsiębiorstwa? Kwestie te należą do najważniejszych zagadnień działalności przedsiębiorstwa, tworząc zintegrowany zespół narzędzi i sposobów kierowania, zorientowanych na maksymalizację wartości rynkowej firmy. Równocześnie należą one do codziennych problemów każdego przedsiębiorstwa. Na wyżej postawione pytanie próbujemy odpowiedzieć w niniejszej książce, starając się przedstawić pewne zasady i metody zarządzania zarówno kapitałem trwałym jak i obrotowym w celu osiągnięcia optimum korzyści przez zarządzającego dla wzbogacenia właściciela i zwiększenia jego majątku.

Gospodarka wolnorynkowa poprzez wartość i sposoby jej pomnażania, między innymi poprzez skuteczne zarządzanie posiadanymi przez firmę zasobami majątkowymi (trwałymi i obrotowymi) - przyjmuje prawie za dogmat. Z tego też względu w książce staramy się przybliżyć czytelnikowi nie tylko samo pojęcie wartości (pojęcie bardzo złożone i niejednoznaczne), ale także sposoby jej pomiaru i ich względność. Ta ostatnia wynika z różnic w podstawach metodologicznych i technikach użytkowych, spotykanych w teorii i stosowanych w praktyce sposobów pomiaru (wyceny) wartości. Firmy zamiast tylko i wyłącznie gloryfikować zysk, powin-

» 1

¹ Na użytek niniejszej pracy pojęcie kapitał, kapitały rozumieć będziemy w ujęciu majątkowym. Kapitał w ujęciu personalnym nie stanowi naszego zainteresowania.

ny zadbać o to, by być na rynku finansowym postrzegane jako zespół wartości.

Dlatego w książce zawarliśmy liczne przykłady, przybliżające czytelnikowi omawianą problematykę oraz odwołujemy się w sposób naszym zdaniem czytelny do teorii, ale tylko w stopniu, w jakim jest to niezbędne.

Książka przygotowana została przez pracowników naukowo - dydaktycznych Wyższej Szkoły Administracji i Biznesu w Gdyni, ludzi posiadających obok doświadczenia naukowego także bogate doświadczenia aplikacyjne, wynikające z wieloletniego, stałego angażowania się w rozwiązywanie (jako doradcy, konsultanci) praktycznych problemów firm.

Autorzy mają nadzieję, że niniejsza książka, która przeznaczona jest przede wszystkim dla studentów wyższych uczelni oraz słuchaczy studiów podyplomowych i kursów, okaże się dla nich pożyteczną lekturą. Powinna również zainteresować praktyków, zajmujących się i ciekawych tej problematyki.

Książka składa się z ośmiu rozdziałów.

Rozdział pierwszy podkreśla złożoną problematykę podmiotu rozważań, a mianowicie firmy; przedsiębiorstw. Wskazuje w samym już tytule, że firma to coś więcej niż przedsiębiorstwo.

Rozdział drugi poświęcony jest syntetycznej charakterystyce majątku firmy i wyjaśnia poszczególne jego rodzaje.

Rozdział trzeci, podobnie jak rozdział czwarty koncentruje uwagę autorów na praktycznych problemach zarządzania poszczególnymi rodzajami majątku i ich implikacjach finansowych, przy czym ten pierwszy eksponuje problemy zarządzania majątkiem trwałym, drugi obrotowym.

Rozdział piąty zawiera rozważania dotyczące wartości firmy, jej rodzajów i możliwości restrukturyzacji w celu jej wzrostu.

W rozdziale szóstym omówiono w sposób szczegółowy tematykę wyceny (pomiaru) wartości przedsiębiorstwa. W szczególności zwrócono uwagę na istniejący relatywizm pomiaru, wynikający z różnic w podstawach metodycznych stosowanych sposobów wyceny oraz praktyczne jego implikacje dla identyfikacji poziomu wartości.

Rozdział siódmy zawiera opracowany w sposób syntetyczny przykład wyceny jednej z firm, przy zastosowaniu kilku zróżnicowanych pod względem metodologicznym metod wyceny.

W rozdziale ostatnim omówiono główne problemy z jakimi spotyka się w wycenie wartości, firma i jej właściciele.

W załączniku na końcu książki zamieszczono zestaw informacji niezbędnych dla sporządzenia wyceny firmy. Ich rodzaj, zakres oraz szczegółowość obrazuje zarówno teoretyczną, jak i praktyczną złożoność tego zagadnienia.

Gdynia, grudzień 1997

ROZDZIAŁ I

FIRMA - TO WIĘCEJ NIŻ PRZEDSIĘBIORSTWO

Udzielenie odpowiedzi na pytanie czym jest firma lub co rozumiemy pod pojęciem firmy tylko z pozoru jest łatwe². W rzeczywistości już tylko po zapoznaniu się z treścią zapisów w słownikach i encyklopediach wiemy, że słowo firma ma wiele znaczeń. Są to przy tym często znaczenia odległe od siebie.

Jednak słowo firma z dodatkiem dobra, znana, szanująca się itp., a zatem uznawana lub uznana, wyraża równocześnie, *niezależnie* od tego czy mamy do czynienia z osobą fizyczną czy prawną, że idzie tu o kogoś (taką osobę lub podmiot) kto zasługuje na szacunek przez to, że godna jest jego szacunku. Firma, po łacinie *firmus*, oznacza silny, trwały. Na miano firmy nie zasługuje więc inna osoba, szczególnie ta, która swoje istnienie i działalność wiąże z wykorzystywaniem innych podmiotów gospodarczych i osób.

W pozytywnym rozumieniu słowa firma zawarte jest wskazanie, że łączy się z nim wysoką lub wręcz najwyższą jakością (znak firmowy, markę). To właśnie wskazanie na wysoką lub najwyższą jakość, która prowadzi do siły i trwałości, łączy dwa podstawowe określenia firmy.

Jedno znaczenie firmy, najbardziej to upraszczające, można sprowadzić do nazwy podmiotu gospodarczego (przedsiębiorstwa przemysłowego, handlowego, usługowego itp.), drugie zaś odnosi się do ustalonej reputacji, opinii, autorytetu a to jak wiemy dotyczy nie tylko firm jako podmiotów gospodarczych, ale także innych autorytetów np. osób, które założyły sobie na miano firmy, dodajmy porządnej firmy.

W tym drugim znaczeniu firma może oznaczać osobę, która wypracowała sobie uznaną pozycję na przykład w nauce, kulturze, jako wynalazca, organizator, nauczyciel wychowawca i jest po prostu wzorem do naśladowania przez to, że reprezentuje sobą najwyższą jakość, jest po prostu modelem do naśladowania.

Określając czym jest firma, gdy dotyczy to podmiotu gospodarczego, warto przytoczyć to co występuje we wszystkich źródłach.

Wpierw odnotujmy zatem, że pod pojęciem firma rozumie się:

przedsiębiorstwo handlowe, przemysłowe,

² Por. H. Zalewski; *Firma to jakość*, Rzeczpospolita z 24 czerwca 1997 r.

- samo przedsiębiorstwo (handlowe lub usługowe)³,
- samo przedsiębiorstwo⁴,
- przedsiębiorstwo handlowe lub usługowe⁵,
- przedsiębiorstwo handlowe, przemysłowe, inne⁶.

Wynika z tego, że firma to przedsiębiorstwo bez jakichkolwiek dodatków. Firma to również bliżej określone przedsiębiorstwo, które zajmuje się działalnością przemysłową, handlową, usługową lub jeszcze inną.

W praktyce w nazwie firmy często występuje skrót PHU, lub podobny. Wskazuje się przez to, że jest to przedsiębiorstwo zajmujące się działalnością przemysłową, handlową i usługową równocześnie.

W praktyce zdarza się również i tak, że nazwa firmy przewiduje działalność, której w rzeczywistości jeszcze się nie prowadzi. W takim przypadku zawarta w nazwie potencjalna możliwość szeroko rozbudowanej działalności jest „furtką” do tego aby różnorodna działalność mogła być prowadzona, wówczas gdy powstanie taka okazja lub potrzeba.

Drugim, dającym się odnotować, określeniem pojęcia firma jest:

- nazwa, pod którą osoba fizyczna lub prawna prowadzi przedsiębiorstwo⁷,
- umowna nazwa przedsiębiorstwa⁸,
- zarejestrowana urzędowa nazwa przedsiębiorstwa⁹,
- nazwa przedsiębiorstwa prowadzonego przez osobę prawną lub fizyczną¹⁰,
- nazwa rejestrowana urzędowo, a przyjęcie i używanie jej przez inne osoby chronione jest przez prawo¹¹.

Z określeniem firmy wiąże się po trzecie fakt, że:

- zawiera ona często nazwiska właścicieli,
- składa się z nazwiska i przynajmniej pierwszej litery osoby fizycznej lub nazwy osoby prawnej, składa się z nazwy osoby prawnej lub imienia (pierwszej litery) i nazwiska osoby fizycznej (właściciela).

Por. *Słownik języka polskiego*, PAN, Tom 2, Warszawa 1960, s. 889,

Por. *Słownik wyrazów obcych*, PWN, Warszawa 1964, s. 220.

Por. *Wielka Encyklopedia Powszechna*, PWN, Warszawa 1963, s. 703.

Por. *Mała Encyklopedia Ekonomiczna*, PWE, Warszawa 1974, s. 220.

Por. *Wielka Encyklopedia Powszechna*, op. cit., s. 703.

Por. *Słownik wyrazów obcych*, op. cit., s. 220.

Por. *Słownik Języka Polskiego*, op. cit., s. 889-890.

⁶ Por. *Mała Encyklopedia Ekonomiczna*, op. cit., s. 220.

⁷ Por. Tamże s. 220.

Nazwa firmy może wskazywać wreszcie na:

- na charakter prowadzonej działalności,
- na formę organizacyjną np. SA (spółka akcyjna), spółka z o.o., przedsiębiorstwo państwowe, spółdzielnia itp.
- na przedmiot prowadzonej działalności.

Nazwa firmy jest często jej wizytówką, wskazuje czym jest, jaki jest przedmiot i zakres działania, gdzie się mieści itp.

Po zaprezentowaniu różnych określeń, które występują łącznie lub rozdzielnie, wówczas gdy dotyczy to pojęcia firma, spróbujmy połączyć te elementy.

Pojęcie firma, wówczas gdy dotyczy to podmiotu gospodarczego, oznacza samo przedsiębiorstwo (przemysłowe, handlowe, usługowe, inne). Podmiot prowadzący działalność gospodarczą dla odróżnienia od innych lub dla zaakcentowania własnej tożsamości używa nazwy firmy, pod którą działa i za rezultaty której odpowiada.

Takim przyjętym wyróżnikiem jest nazwa firmy. W przypadku osób fizycznych lub stanowiących własność prywatną w nazwie firmy może być eksponowane nazwisko i pierwsza litera imienia założyciela lub właściciela firmy np. H. Cegielski, E. Wedel. W nazwie firmy można również wskazywać na jej formę organizacyjną lub prawną, na przykład: spółka cywilna (S.C.), spółka akcyjna (SA.), spółka z o.o., spółdzielnia, przedsiębiorstwo państwowe (PP.), fundusz powierniczy.

Firma może używać właściwego, zastrzeżonego dla niej, znaku firmowego. Czyni tak wiele podmiotów gospodarczych. Przykładami mogą być tu znaki nazwy: FIAT, OPEL., C. Hartwig.

Innym określeniem firmy jest marka fabryczna. Marka oznacza znak ochronny określający producenta towaru; nazwę firmy, producenta albo handlową nazwę towaru. Wyraża także opinię, uznanie, sławę¹².

Firma podobnie jak człowiek tworzy swój życiorys. Dla osiągnięcia sukcesu istotne znaczenie może mieć przebieg działalności, poddanie się publicznej kontroli i osądowi, otwartość. W rezultacie dobrej, ciągle potwierdzanej jakości, firma podobnie jak człowiek zyskuje na wartości, pracuje na swoją markę.

Ograniczając rozważania do firmy, jako podmiotu gospodarczego, przypomnieć warto używane w Polsce określenia z okresu międzywojennego. Wówczas podmiotem prawa gospodarczego był kupiec, czyli ten, kto we własnym imieniu prowadził przedsiębiorstwo zarobkowe.¹³

¹² Por. Wl. Kopalinski, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów bliskoznacznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1978, s. 609.

¹³ Por. D. Ślusarska *Podmioty gospodarcze. Prawo - ekonomiczne podstawy przekształceń własnościowych polskiej gospodarki. Zagadnienia prawne. Edukacja Ekonomiczna Przed-*

Warto przy tym wyjaśnić samo pojęcie przedsiębiorstwa zarobkowego. Z przepisów kodeksu handlowego nie wynika to wprost. Art. 2 par. 2 i 3 oraz art. 3 Kodeksu Handlowego stanowią, że prowadzenie gospodarstwa rolnego, leśnego, ogrodowego, hodowlanego, rybnego, łowieckiego, pszczelarskiego oraz wykonywanie wolnego zawodu samo przez się nie jest uważane za prowadzenie przedsiębiorstwa zarobkowego.

Z art. 40 par. 1 Kodeksu Handlowego wiemy natomiast, że zbycie przedsiębiorstwa dotyczy wszystkiego, co wchodzi w skład przedsiębiorstwa jako zorganizowanej części, w szczególności zaś:

- firmę, znaki towarowe i inne oznaczenia indywidualizujące przedsiębiorstwo,
- księgi handlowe,
- nieruchomości i ruchomości, należące do przedsiębiorstwa, nie wyłączając towarów,
- patenty, wzory użytkowe i zdobnicze,
- wierzytelności powstałe przy prowadzeniu przedsiębiorstwa,
- prawa wynikające z najmu i dzierżawy lokali, zajmowanych przez przedsiębiorstwo.

Z analizy tych zapisów wynika, że „przedsiębiorstwo zarobkowe to ogół uprawnień wiążących się z działalnością zarobkową kupca i stanowiących podstawę tej działalności wyodrębnionej w postaci zorganizowanej części”.¹⁴

Z przepisów Kodeksu handlowego wynikało wspomniane różnicowanie na kupców rejestrowych i nierejestrowych. Zgodnie z art. 4 tego kodeksu kupcem rejestrowym był ten kto prowadził przedsiębiorstwo zarobkowe w większym wymiarze.¹⁵

W świetle obowiązujących przepisów o działalności gospodarczej¹⁶ wiemy, że:

siębiorczości. Warszawa 1993, s.3; pisze o tym również H. Zalewski *Finanse spółek i innych podmiotów gospodarczych*, ODDK, Gdańsk 1996.S.79

¹⁴ por. •. Ślusarska, op.cit., s.3

¹⁵ Por. 11 lipca 1946 r. (Dz. U. RP Nr 36 z 11lipca 1946, poz. 223) Minister Przemysłu i Handlu w porozumieniu z Ministrem Skarbu, Sprawiedliwości i Reform Rolnych określił w drodze rozporządzenia, że za przedsiębiorstwa o większym rozmiarze uważa się:

- przedsiębiorstwa państwowe i samorządowe,
- przedsiębiorstwa przewozowo - ekspedycyjne, usług portowych, przedsiębiorstwa komi-sowe, wydawnicze, apteki,
- przedsiębiorstwa o obrocie przekraczającym 5 mln. zł rocznie,
- inne przedsiębiorstwa, bez względu na wielkość obrotu, jeżeli sąd rejestrowy po zasięgnięciu opinii Izby Skarbowej i Izby Przemysłowo-Handlowej uzna je za przedsiębiorstwa zarobkowe w większym rozmiarze.

¹⁶ Por.: *Stan prawny na 25 kwietnia 1996r. Dwadzieścia dwie ustawy w jednej. Prawo co dnia*, Rzeczpospolita Nr 91 z 17 kwietnia 1996r. Ustawa o działalności gospodarczej pochodzi z

-podejmowanie i prowadzenie działalności gospodarczej jest wolne i dozwolone każdemu na równych prawach, z zachowaniem warunków określonych przepisami prawa (o t1 ust.1 Ustawy),
-działalnością gospodarczą w rozumieniu ustawy jest działalność wytwórcza, budowlana, handlowa i usługowa, prowadzona w celach zarobkowych i na własny rachunek podmiotu prowadzącego taką działalność (art.2 ust.1),
-podmiotem prowadzącym działalność gospodarczą ... może być osoba fizyczna, osoba prawna, a także jednostka organizacyjna nie mająca osobowości prawnej, utworzona zgodnie z przepisami prawa, jeżeli przedmiot jej działalności obejmuje prowadzenie działalności gospodarczej (art.2 ust.2),
-działalnością gospodarczą w rozumieniu ustawy jest również świadczenie pomocy prawnej (obsługi prawnej) podmiotom gospodarczym w zakresie ich działalności gospodarczej przez adwokatów lub radców prawnych oraz przez spółki i spółdzielnie z ich udziałem (art.24 ust 1).

Wymaga się przy tym od podmiotów gospodarczych, które obowiązane są do prowadzenia ksiąg rachunkowych oraz podatkowej księgi przychodów i rozchodów (art.3 ust.4) aby:

-posiadały rachunki bankowe i gromadziły oraz wydatkowały środki pieniężne za pośrednictwem rachunku bankowego w każdym przypadku, gdy stroną transakcji jest inny podmiot gospodarczy i jednorazowa wartość należności lub zobowiązań przekracza
-równowartość 3000 Ecu albo równowartość 1000 Ecu, gdy suma wartości tych należności i zobowiązań powstałych w miesiącu poprzednim przekracza 10 000 Ecu (art.3 ust.3 pkt.1),

28 grudnia 1988r. Ujednolicony tekst ustawy, którym się postugujemy, powstał na podstawie Dzienników Ustaw:

- z 1988r. nr 41 poz.324;
- z 1990r. nr 26, poz. 149; nr 34 poz. 198; nr 86 poz. 504;
- z 1991r. nr 31, poz.128; nr 41, poz. 179; nr 73, poz.321; nr 105, poz.452; nr 106 poz.457; nr 107, poz.460;
- z 1993r. nr 28, poz.127; nr 47, poz. 212; nr 134, poz. 646;
- z 1994r. nr 27, poz. 96; nr 127, poz. 627;
- z 1995r. nr 60, poz. 310, nr 85, poz. 426; nr 90, poz. 446; nr 141, poz. 700; nr 147, poz. 713;
- z 1996r. nr 41, poz. 177.

- zawiadamiałyUrząd Skarbowy, właściwy ze względu na podatek dochodowy, o posiadaniu rachunku bankowego, a w razie posiadania więcej niż jednego rachunku - do wskazania jednego z nich jako rachunku podstawowego i zawiadomienia o tym banku, w którym ten rachunek jest otwarty oraz właściwego Urzędu Skarbowego (Art.3 ust.3 pkt.2),
- zawiadamiaływłaściwy Urząd Skarbowy oraz bank, w którym otwarty jest podstawowy rachunek bankowy, o posiadaniu rachunków bankowych w innych bankach (art.3 ust.3 pkt.3),
- zawiadamiania banków, w których otwarte są inne rachunki bankowe o nazwie i adresie banku, gdzie otwarty jest rachunek podstawowy,
- dowiadomościwłaściwego oddziału Zakładu Ubezpieczeń Społecznych przekazywały informacje o posiadanych rachunkach bankowych (art.3 ust.3 pkt.3e).

Podmioty gospodarcze mogą, w ramach prowadzonej działalności gospodarczej:

- dokonywać czynności, oraz działań, które nie są przez prawo zabronione (art.4 ust.1),
- zatrudniać pracowników w nieograniczonej liczbie i bez pośrednictwa organów zatrudnienia (art.5),
- niezależnie od typu własności, na jednolitych zasadach podlegają obciążeniom publiczno - prawnym oraz korzystają z kredytów bankowych i zaopatrzenia w środki produkcji (art.7).

Podjęcie działalności gospodarczej przez osoby fizyczne i jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej, wymaga zgłoszenia do ewidencji działalności gospodarczej (art. 8).

Nie wymaga natomiast zgłoszenia do ewidencji działalność gospodarcza prowadzona przez osobę fizyczną osobiście, z której zarobek stanowi dodatkowe źródło dochodu tej osoby (uboczne zajęcie zarobkowe - art.9 ust.1).

Przedmiotem takiej działalności mogą być:

- wytwarzanie przedmiotów użytku osobistego, domowego i gospodarskiego oraz rękodzieła ludowe i artystycznego (art.9 ust.2 pkt.1),

-naprawy i konserwacje przedmiotów użytku osobistego, domowego i gospodarskiego oraz mieszkań, a także wykonywanie innych usług z użyciem materiałów i narzędzi własnych lub powierzonych, z wyjątkiem zarobkowego przewozu osób (art.9 ust.2 pkt.2),

-czynności handlowe polegające na sprzedaży nieprzetworzonych produktów rolnych, ogrodniczych, sadowniczych, hodowlanych, w tym mięsa z uboju gospodarczego, runa leśnego, owoców leśnych, posiłków domowych, a także przedmiotów użytku osobistego, domowego i gospodarskiego oraz rękodziela ludowego i artystycznego, gdy są one wynikiem wytworzenia w ramach ubocznego źródła zarobkowania (art.9 ust.2 pkt.3).

W myśl artykułu 10 Ustawy, zgłoszeniu do ewidencji nie podlega także:

-podjęcie działalności wytwórczej w rolnictwie w zakresie produkcji roślinnej i zwierzęcej, ogrodnictwa oraz sadownictwa,

-podjęcie działalności gospodarczej przez osoby prawne,

-podjęcie działalności gospodarczej, która w myśl ustawy wymaga koncesji¹⁷,

-podjęcie działalności gospodarczej, która na podstawie ustaw wymaga uzyskania zezwolenia.

Z art.12 ustawy wiemy natomiast, że:

-siedziba podmiotu gospodarczego i miejsce prowadzenia działalności gospodarczej (zakład) powinny być oznaczone na zewnątrz,

-oznaczenie zakładu powinno zawierać nazwę (firmę) lub imię i nazwisko podmiotu gospodarczego oraz zwiąże określenie rodzaju prowadzonej działalności gospodarczej,

¹⁷ Kwestie, kiedy i kto ma uzyskać koncesje reguluje art. 11 Ustawy. Narodzinom każdej rejestrowanej działalności gospodarczej towarzyszy w Polsce właściwy dla danego podmiotu akt prawny. Może to być zgłoszenie i wpis do: ewidencji działalności gospodarczej, do rejestru handlowego, do rejestru przedsiębiorstw państwowych, rejestru spółdzielni lub sądowego zarejestrowania statutu np. fundacji.

-podmiot gospodarczy prowadzący działalność wytwórczą jest zobowiązany zamieszczać na wyrobach wprowadzonych do obrotu oznaczenia zawierające: 1. nazwę (firmę) lub imię i nazwisko producenta i jego adres, 2. nazwę lub symbol wyrobu, niezależnie od oznaczeń wymaganych na podstawie odrębnych przepisów (art. 12 ust.3)".

-przepis dotyczący oznaczenia znajduje zastosowanie również do pieczętek i druków używanych przy prowadzeniu działalności gospodarczej (art.12 ust.4).

Organem w sprawach ewidencji działalności gospodarczej jest wójt albo burmistrz (w dużych miastach prezydent). Organ ten dokonuje wpisu do ewidencji działalności gospodarczej. Stwierdza przez to fakt narodzenia nowej firmy. Na dowód tego doręcza z urzędu podmiotowi gospodarczemu zaświadczenie o wpisie do ewidencji.

Zgłoszenie o wpisie do ewidencji powinno zawierać:

1. oznaczenie podmiotu gospodarczego i jego siedziby, a w razie ustanowienia pełnomocników do dokonywania czynności prawnych w imieniu podmiotu gospodarczego - również ich imiona i nazwiska,
2. określenie przedmiotu działalności gospodarczej,
3. wskazanie miejsca wykonywania działalności gospodarczej,
4. wskazanie daty rozpoczęcia działalności gospodarczej.

Podmiot gospodarczy musi w ciągu 14 dni zgłaszać organowi ewidencyjnemu zmiany stanu faktycznego i prawnego odnoszące się do podmiotu gospodarczego i jego działalności gospodarczej, powstałe po wpisie do ewidencji. Dotyczy to wszystkich danych ujętych w zgłoszeniu.

Wpis do ewidencji podlega wykreśleniu w przypadku:

1. zawiadomienia o zaprzestaniu prowadzenia działalności gospodarczej,
2. prawomocnego orzeczenia sądu, zakazującego osobie fizycznej prowadzenia działalności gospodarczej, objętej wpisem.

Wpis do ewidencji podlega wykreśleniu także wtedy, gdy organ ewidencyjny dokonał go z naruszeniem prawa.

Z ustawy o działalności gospodarczej wiemy kto powinien, kto zaś nie musi, zgłaszać prowadzenia działalności gospodarczej. Nie przesądza to jednak o tym, że brak obowiązku zgłoszenia lub rejestracji działalności

gospodarczej w określonym urzędzie gminy lub rejestrze (przedsiębiorstw państwowych, spółdzielni, sądowym itp.) stanowi o tym, że dany podmiot prowadzący działalność gospodarczą może lub nie może posługiwać się mianem firmy.

Można to przeanalizować na przykładzie gospodarstw rolnych.

Z art 10 Ustawy o działalności gospodarczej, podobnie jak to miało miejsce dawniej wiemy, że zgłoszeniu do ewidencji nie podlega podjęcie działalności wytwórczej w rolnictwie w zakresie produkcji roślinnej i zwierzęcej, ogrodnictwa oraz sadownictwa. Nie wynika z tego nic, poza tym, że taka działalność gospodarcza nie podlega zgłoszeniu do ewidencji. Odpowiedzi na pytanie, czy gospodarstwo rolne jest lub może być firmą, warto poszukiwać w definicji słowa firma.

Z przytoczonych już określeń, zawartych w słownikach i encyklopediach, wiemy, że miano firmy kojarzone jest z umowną nazwą przedsiębiorstwa. Wymienia się przy tym przedsiębiorstwa: przemysłowe, handlowe, usługowe i inne. Nigdzie nie znajdujemy stwierdzenia, że może to być gospodarstwo (przedsiębiorstwo) prowadzące produkcję roślinną i zwierzęcą, ogrodniczą czy sadowniczą. Także nie znajdujemy zapisów, które by miana firmy odmawiały przedsiębiorstwom produkującym rośliny, zwierzęta, owoce, warzywa itp.. Znajdujemy czasami określenia, że firma to przedsiębiorstwo: handlowe, przemysłowe, usługowe, inne.

Nie ma więc ani zaprzeczenia ani potwierdzenia tego, że gospodarstwo rolne jest lub może być firmą. W przypadku firmy, wówczas gdy można być nią, lub nie, decyduje ten kto chce aby jego działalność była firmowana a więc prowadzona „pod firmą”.

I tak gospodarstwu rolnemu o małych rozmiarach produkcji nikt nie nakazuje być firmą, także tego nie zabrania. W przypadku natomiast gdy produkcja nabiera specjalnego charakteru, i konieczna jest stosowna promocja, lub występują zmiany organizacyjno-prawne, np. związane z łączeniem kapitałów, powołania spółki, utworzeniem spółdzielni, posługiwanie się pojęciem firmy staje się czasami racjonalne, a często po prostu konieczne. Dotyczy to np. spółek, spółdzielni, gospodarstw produkujących zdrową żywność itp.

Pewne jest, że prowadzenie działalności gospodarczej przez podmiot, który ma określoną formę organizacyjną, wymaga tego, aby była to firma. „Firmą” są: spółki, spółdzielnie, przedsiębiorstwa państwowe i inne podmioty gospodarcze, które podlegają wpisom do stosownych rejestrów np. sądowych, spółdzielczych.

Miano firmy należy się również wszystkim tym podmiotom, prowadzącym taką działalność gospodarczą, która podlega zgłoszeniu w urzędzie gminy.

Z punktu widzenia merytorycznego, a nie formalno-prawnego, posługiwanie się mianem firmy nie można odmówić nikomu, kto prowadzi działalność gospodarczą i chce z prawa posługiwania się tym mianem korzystać. Ma to miejsce także wówczas, gdy nie ciąży na danej osobie obowiązek rejestracji czy urzędowego zgłaszania swojej działalności. Do-

tyczyć to może np. rolników lub osób zwolnionych od obowiązku rejestracji działalności z uwagi na jej rodzaj czy rozmiar.

Pogląd ten zasadny jest z tego względu, że firma obok wielu innych znaczeń jest także określeniem nazwy dla prowadzenia rejestrowanej, lub wolnej od urzędowego zgłoszenia, działalności. Jeżeli np. rolnik prowadzący gospodarstwo rolne chciałby posługiwać się mianem firmy, na przykład, J. Gołuch - gospodarstwo rolne w Karolinie, to nikt nie może zabronić jemu używania nazwy firmy gospodarstwa, pod którą chce występować. Gdyby dla przykładu, ten sam rolnik chciał używać dla swojego gospodarstwa „zdrowa żywność J. Gołuch z Karolina”, to również byłaby to nazwa firmy. Zasadna jednak pod warunkiem, że taką żywność ten właśnie wytwórca produkuje i daje gwarancje, że każdy towar produkowany w jego gospodarstwie ma miano zdrowej żywności zasługuje.

Można by znaleźć wiele przykładów, które wskazywałyby na to, że mianem firmy można się posługiwać także wówczas, gdy nie musi się tego czynić. Można także, a właściwie należy, podkreślić i to zdecydowanie, że miano firmy wiąże się obligatoryjnie z prowadzoną działalnością. Dotyczy to, opisanych tu, sytuacji związanych z obowiązkiem zgłaszania lub rejestracji działalności gospodarczej, szczególnie zaś tych zapisów ustawowych, które nakazują ujawniania formy organizacji np. spółka akcyjna, spółka cywilna, spółdzielnia pracy, rodzaju prowadzonej działalności itp..

Miano firmy rodzi się wraz z założeniem, a właściwie z obowiązkiem zgłoszenia lub zarejestrowania prowadzonej działalności. Obok tego występuje jednak możliwość korzystania z miana firmy poza obowiązkiem zgłaszania (rejestracji) działalności. Każdy, kto prowadzi działalność gospodarczą może ją nazwać, oznaczyć, po prostu firmować to co robi.

Firma jest zaprzeczeniem anonimowości. Można i warto się nią posługiwać wówczas, gdy się na to zasługuje lub chce uzyskać społeczne uznanie. Firmą musi się być wówczas, gdy wynika to z obowiązku prawnego.

Firmą można być, gdy się taki zamiar zrealizuje. Występują tu przy tym różne sytuacje. Zostaje się firmą, gdy podejmie się działalność podlegającą obowiązkowi bycia firmą. Zostaje się firmą bez obowiązku bycia firmą. Przyjęcie miana firmy uchyla anonimowość, zobowiązuje przez to do wypełniania określonych obowiązków jakościowych.

Firmą, dodajmy dobrą firmą, zostaje się zwykle w długim procesie dobrego działania. Wynika to, przypomnijmy, ze słowa łacińskiego *firmus*, co oznacza silny, trwały.

Firma w języku włoskim to podpis. Podpisywać, to firmować, ponieść za to, co się podpisało odpowiedzialność.

ROZDZIAŁ II

MAJĄTEK FIRMY, CHARAKTERYSTYKA OGÓLNA

Do prowadzenia działalności gospodarczej niezbędni są ludzie i majątek.

W działalności gospodarczej prowadzonej w celach zarobkowych występuje potrzeba posiadania odpowiedniego, co do ilości i struktury, majątku. Właściwie dobrane składniki majątkowe umożliwiają realizację procesów produkcyjnych, handlowych lub usługowych. Stanowią one także zabezpieczenie materialne, w przypadku wystąpienia potrzeby zaspokajania pretensji wierzycieli (regulowanie wierzytelności).

Wszystkie przedsiębiorstwa prowadzące zarobkową działalność gospodarczą mają różną, właściwą dla nich, strukturę majątkową. Ich składniki majątkowe traktowane jako aktywa danego podmiotu gospodarczego, ujmują się w trzech grupach bilansowych:

majątek trwały,
majątek obrotowy,
rozliczenia międzyokresowe.

Kryterium, według którego dokonuje się tego podziału, jest następstwem roli, jaką spełniają one w działalności gospodarczej firmy. Wpływa na to rodzaj majątku, wartość jednostkowa użytkowanego dobra oraz czas użytkowania, lub okres jego związania z firmą.

Majątek trwały, szczególnie te jego składniki, które przybierają postać rzeczy, wykorzystuje się zwykle w wielu cyklach produkcyjnych i użytkowany jest w długim okresie. Poszczególne składniki majątku trwałego najczęściej mają wysoką wartość jednostkową. Z tych względów, ich wartość przenoszona jest stopniowo na produkty, do których były one użyte, lub którym służyły. Warto zwrócić uwagę, że ta część majątku, która

angażuje się w rzeczowym majątku trwałym, jest mało elastyczna. Zwykle nie ma możliwości bieżącego dostosowania jego rozmiarów do poziomu rzeczywistego wykorzystania. Decyzje optymalizujące zaangażowania tej grupy składników majątku wymagają czasu i specjalnych zabiegów. Z majątkiem trwałym wiązać się może duże ryzyko. Nakłady na jego pozyskanie ponoszone są zwykle z wyprzedzeniem wobec procesów gospodarczych, którym służą. Nie ma również pewności, czy nastąpi pełny zwrot z wpływów uzyskiwanych z prowadzonej przy ich użyciu działalności gospodarczej. Koszty zużycia majątku trwałego (amortyzacji) mają charakter stały. Wysoki udział w kosztach całkowitych, kosztów stałych pochodzących z amortyzacji (umorzenia), przy niepełnym wykorzystaniu majątku trwałego, może przyczynić się do niskiej efektywności działania przedsiębiorstwa.

Majątek obrotowy w procesie gospodarczym uczestniczy natomiast bezpośrednio. Poszczególne składniki tego majątku zmieniają swoją postać naturalną w krótkim czasie. Najczęściej w jednym cyklu produkcyjnym. Wskutek prowadzenia działalności gospodarczej znajdują się one w ciągłym ruchu. Przechodzą przez kolejne fazy lub szczeble obrotu. Przyjmują przez to za każdym razem inną postać. I tak np. surowce i materiały przekształcane są w produkcję w toku lub półprodukty, następnie w produkty, wyroby gotowe i towary. Towary zaś w wyniku sprzedaży zamieniane są na pieniądze. Otrzymane ze sprzedaży pieniądze wprowadza się (angażuje) do wznawiania kolejnych cykli produkcyjnych, czasami zaś lokuje się je w papierach wartościowych. Ilustruje to rysunek „Przepływy pieniężne w przemysłowej jednostce gospodarczej” (por. rys. 1). W tym miejscu, opisując ten proces ekonomiczny, warto przytoczyć znany powszechnie syntetyczny zapis: $P - T \dots Pr \dots T$ - P' wskazujący, że prowadząc działalność gospodarczą zaczynamy od pieniądza i na pieniądzu ją kończymy. Z przedstawionego zapisu wynika, że do prowadzenia działalności gospodarczej potrzebne są pieniądze (P).

Pieniądze, niezależnie od tego czy są to pieniądze własne czy obce, jeżeli się nimi dysponuje, można zamienić na towary (T). W warunkach gospodarki rynkowej, towarem jest praca ludzi, towarem są także środki pracy, przedmioty pracy, papiery wartościowe i inne dobra, w tym i te, które tworzą grupę tzw. „wartości niematerialnych i prawnych”.

W działalności gospodarczej, stosownie do potrzeby, odpowiednio dobrani i zorganizowani ludzie, wykorzystują środki pracy, za pomocą których oddziałują na przedmioty pracy, w wyniku tych działań uzyskują produkty pracy. Ten proces wytwarzania, w podanym wzorze, wyraża się symbolami $T \dots Pr \dots T$. Środkowa część tego zapisu $\dots Pr \dots$ oznacza produkcję w toku. „Produkcja w toku” jak sama nazwa wskazuje, trwa przez pewien, krótszy lub dłuższy okres. Zależy on od tego co i jak wytwarzamy. Wiąże się z tym potrzeba angażowania w określonym czasie konkretnych, wymiernych zasobów pieniężnych.

Rozmiary angażowanych środków pieniężnych zależą natomiast od wielkości (rozmiarów) procesów rzeczowych oraz czasu, w którym okre-

ślone zasoby będą zaangażowane. Z tych względów stosowanie ekonomicznie uzasadnionych procesów technologicznych, rozwiązań konstrukcyjnych, organizacyjnych i innych, tu nie wymienionych, ma istotne znaczenie dla kształtowania poziomu zaangażowanych, w poszczególnych procesach produkcyjnych, zasobów kapitałowych.

Produkt pracy, po wykonaniu wszystkich czynności związanych z jego wytworzeniem, przybiera postać towaru (T') i oznacza, że wytwórca zamierza, w wyniku sprzedaży, nie tylko odzyskać poniesione nakłady związane z jego wytworzeniem (wydatki na opłacenie pracy, wartość zużytych środków pracy i innych składników majątku trwałego, przedmiotów pracy oraz innych uzasadnionych wydatków) ale także otrzymać taką

nadwyżkę wartości nad poniesionymi kosztami, która przyniesie godziwy zysk.

Zamiana towaru na pieniądź ($T' - P'$) odbywać się może na dwa sposoby i przez to posiada ona dwa wymiary praktyczne. Z wymiarami tymi wiąże się jednak różne następstwa dla sytuacji finansowej danego przedsiębiorstwa.

Zamiana $T' - P'$ może oznaczać sprzedaż bezgotówkową, z uwzględnieniem terminu odroczenia płatności, lub sprzedaż w wyniku której sprzedający otrzymuje zapłatę w postaci efektywnego wpływu pieniądza do kasy lub na jego rachunek bankowy.

W przypadku sprzedaży bezgotówkowej sprzedający towar (T'), w momencie wydania towaru nie otrzymuje pieniędzy (P'). Otrzymuje je później, zwykle nie wcześniej niż po upływie określonego czasu, który wynika z przyjętego dla danej formy rozliczeń bezgotówkowych, cyklu rozliczeniowego.

W przypadku sprzedaży gotówkowej sprzedający wydając towar od razu otrzymuje zapłatę (P'). Rekompensuje przez to poniesione przez siebie wydatki, realizuje wypracowaną nadwyżkę, a uzyskane środki może w każdej chwili użyć do: wznowienia kolejnego procesu produkcyjnego, ulokowania w papierach wartościowych, dokonania rozliczeń pieniężnych z budżetem, bankami itp.

Trzeba zwrócić uwagę, że sprzedaż bezgotówkowa ma charakter ewidencyjno - rachunkowy. Z tego względu, do czasu faktycznego wpływu należnych pieniędzy, wskutek braku możliwości regulowania zobowiązań, sprzedający może utracić możliwość wznowienia kolejnych procesów gospodarczych. W szczególnie niekorzystnych sytuacjach może nawet ponosić dodatkowe wydatki finansowe, związane ze sprzedażą, np. zapłacić należne budżetowi podatki.

Różne sytuacje, jakie mogą powstać w związku ze sprzedażą bezgotówkową można przedstawić na przykładzie firmy, która sprzedając towar wystawiła fakturę na kwotę 100.000 zł, koszty uzyskania tej sprzedaży równały się 75.000 zł, a stawka podatku dochodowego wynosiła 40%.

Według jednych, to jest z punktu widzenia ewidencyjno rachunkowego, firma uzyskała rezultat dodatni (zysk) w kwocie 25.000 zł. Inna jest natomiast ocena tej sytuacji, gdy rozpatrujemy ją z punktu widzenia skutków finansowych dla danej firmy.

Przy sprzedaży za 100.000 zł i kosztach 75.000 zł dodatni wynik finansowy równa się 25.000 zł. Należny budżetowi podatek dochodowy przy stawce 40% wynosi $(25.000 \times 40\%)$ 10.000 zł. Przyjmując te dane można ustalić, że:

-z punktu widzenia ewidencyjno-księgowego dostawca miał rezultat dodatni:

sprzedaż	100.000,-
koszty	- 75.000,-
wynik	25.000,-

z punktu widzenia finansowego, przyjmując identyczne założenia stwierdzamy, że ta sama firma (dostawca) przed otrzymaniem należności od odbiorcy:

wydatkowała	75.000,-
otrzymała (od odbiorcy) do swojej dyspozycji	0,-
miała ujemny wynik	-75.000,-
poniesione wydatki (koszty)	75.000,-
zapłacony podatek dochodowy	10.000,-
otrzymana zapłata	0,-
ubytek środków pieniężnych w firmie	-85.000,-

Interesujący nas punkt widzenia, wskazujący na przepływy pieniądza w związku z występującymi procesami rzeczowymi, uwypukla równocześnie i ten fakt, że poszczególne grupy aktywów mogą mieć różny stopień płynności. Skutkuje to tym, że czas, a więc i rozmiary, angażowania w poszczególnych grupach aktywów środków pieniężnych może być bardzo różny.

Składniki majątku trwałego klasyfikuje się według funkcji, które one pełnią w procesach gospodarczych. W związku z tym dzielimy je na:

- wartości niematerialne i prawne,
- rzeczowe składniki majątku trwałego,
- finansowy majątek trwały,
- należności długoterminowe.

Rzeczowy majątek trwały obejmuje środki trwałe i wyposażenie. Zalicza się tu te składniki majątkowe, które nie zmieniają swojej postaci ma-

terialnej w poszczególnych cyklach produkcyjnych, ale przekazują (przenoszą) stopniowo swoją wartość na wytwarzane z ich udziałem produkty.

Do środków trwałych zalicza się:

- gruntywłasne,
- budynki i budowle,
- urządzenia techniczne i maszyny,
- środki transportu,
- pozostałe środki trwałe,
- inwestycje rozpoczęte,
- zaliczki na poczet inwestycji.

Wyposażenie obejmuje natomiast pozostałe składniki rzeczowe majątku trwałego, których nie zaliczono do środków trwałych. W skład ich wchodzi na przykład: meble, narzędzia, sprzęt gospodarczy. To co zalicza się obecnie do wyposażenia dawniej ujmowano w środkach obrotowych i wykazywano pod postacią tak zwanych przedmiotów nietrwałych. Dodajmy, że było to skutkiem stosowanego dawniej rozdziału źródeł finansowania działalności eksploatacyjnej od działalności inwestycyjnej.

W poszczególnych przedsiębiorstwach mogą również występować inne, nie mające postaci rzeczowej, składniki majątku trwałego. Wykorzystuje się je w wielu procesach produkcyjnych i stopniowo przenosi ich wartość na wyroby i usługi. Chodzi tu o tzw. wartości niematerialne i prawne. Zalicza się do nich:

- koszty organizacji poniesione przy założeniu lub
- późniejszym poszerzeniu spółki akcyjnej,
- koszty prac rozwojowych,
- wartość firmy,
- inne wartości niematerialne i prawne,
- zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych.

W związku z tym, że trudno precyzyjnie określić, w jakim stopniu wymienione tu składniki majątku przenoszą część swojej wartości na nowe produkty, ustalono, że okres ich umarzania wynosi 5 lat.

Osobną podgrupę stanowią finansowe składniki majątku trwałego. Są to:

- udziały i akcje,
- papiery wartościowe,
- udzielone pożyczki długoterminowe,
- inne składniki finansowego majątku trwałego.

Dodajmy, że warunkiem zaliczenia do tej grupy majątkowej jest nabycie papierów wartościowych, w celu lokaty długoterminowej. Oznacza to, że termin realizacji praw powinien przypadać co najmniej po upływie jednego roku od daty, na jaką sporządzone jest sprawozdanie finansowe.

Inwestycje obejmują koszty nabycia lub wytworzenia składników majątku trwałego, które poniesiono w celu wymiany zużytego lub zwiększenia stanu posiadanego wcześniej majątku (np. budynków, maszyn, linii technologicznych), przed ich ukończeniem i przekazaniem do eksploatacji. Po przekazaniu do eksploatacji występują one jako składniki rzeczowego majątku trwałego lub przybierają postać opisanych już wartości niematerialnych.

Majątek obrotowy dzieli się na cztery grupy. Wyróżnia się tu:

- zapasy,
- należności i roszczenia,
- papiery wartościowe przeznaczone do obrotu,
- środki pieniężne.

Pojęcie zapasów jest bardzo pojemne i obejmuje w poszczególnych firmach różne składniki. W zależności od tego na jakim etapie procesu produkcyjnego znajdują się dane zapasy, dzielimy na:

- zapasy materiałów (surowców),
- zapasy produkcji nie zakończonej (półfabrykaty),
- zapasy produktów,
- zapasy towarów.

Materiały (surowce) w procesie produkcji zużywają się całkowicie, co oznacza, że całą swoją wartość przekazują powstającym produktom. Zmieniają przy tym swoją postać naturalną, np. mleko w śmietanę, masło, twarogi lub sery, mąka przybiera postać bułki, ropa naftowa, benzyny itp.

Produkty są efektem procesów produkcyjnych przetwarzających różne komponenty, w tym używane do produkcji materiały. Produktami gotowymi (wyrobami) są dobra, które przeszły przez wszystkie fazy cyklu produkcyjnego i zostały przeznaczone do sprzedaży.

Półprodukty (produkcja w toku) obejmują natomiast tę część produkcji, która jest w pewnym (już rozpoczętym, ale jeszcze nie zakończonym) stadium procesu przetwórczego.

Towary są natomiast rzeczowymi składnikami majątku, nabytymi w celu dalszej odsprzedaży bez potrzeby zmiany ich postaci naturalnej.

Należności powstają wówczas, kiedy moment sprzedaży nie pokrywa się z czasem otrzymania zapłaty. Należności są kwotami pieniężnymi

należnymi danemu dostawcy - wierzytelności np. spółce- od jej partnerów (dłużników). Mogą one dotyczyć również rozliczeń pieniężnych z wielu różnych tytułów.

Środki pieniężne są tą ogólną kategorią finansową, która obejmuje gotówkę w kasie i na rachunkach bankowych, obce weksle i чеки, np. przyjęte jako zapłata od odbiorców za dostarczone towary lub wykonane usługi.

Majątek każdej firmy, ma również swoje źródła pochodzenia i jest przez to przez kogoś w określony sposób finansowy. W bilansach poszczególnych przedsiębiorstw wartość majątku wykazywana jest jako aktywa, źródła i sposoby finansowania zaś wykazywane są w postaci pasywów¹¹.

¹¹ W związku z obranym tematem zajmujemy się jedynie aktywami. Pomijamy natomiast interesujący problem źródeł i sposobu jego finansowania.

ROZDZIAŁ III

USTALANIE WARTOŚCI MAJĄTKU TRWAŁEGO

3.1. Majątek trwały - sposoby ustalania wartości¹⁹

Majątek trwały wraz z majątkiem obrotowym i rozliczeniami międzyokresowymi składa się na aktywa jednostek gospodarczych. Majątek firmy i jego podział prezentujemy za pomocą rys. 2.

W bilansach w grupie A aktywów majątek trwały poszczególnych jednostek gospodarczych dzieli się z kolei na cztery części:

1. wartości niematerialne i prawne;
2. rzeczowy majątek trwały;
3. finansowy majątek trwały;
4. należności długoterminowe.

Każda z tych części, z wyjątkiem należności długoterminowych, składa się z kilku wykazywanych w bilansach pozycji:

I. Wartości niematerialne i prawne obejmują:

- Koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu spółki akcyjnej,
- Koszty prac rozwojowych,
- Wartość firmy,
- Inne wartości niematerialne i prawne,
- Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych.

II. Rzeczowy majątek trwały obejmuje:

- Grunty własne,
- Budynki i budowle,
- Urządzenia techniczne i maszyny,
- Środki transportu,
- Pozostałe środki trwałe,
- Inwestycje rozpoczęte,

¹⁹ Por. H. Zalewski *Jak ustalać wartość majątku trwałego*, Rzeczpospolita z 21 listopada 1995

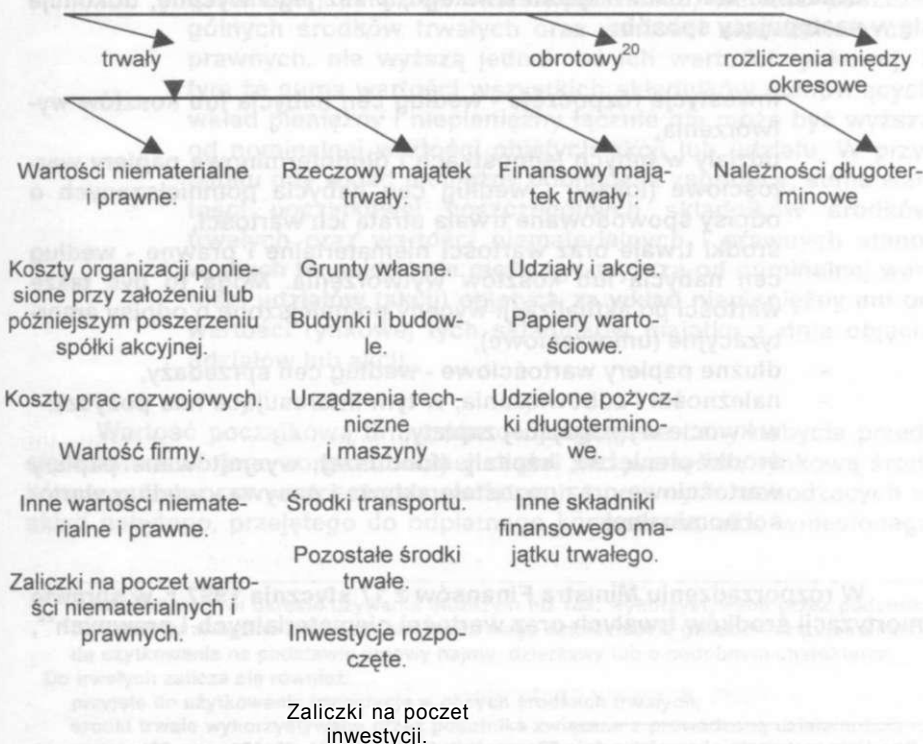
- Zaliczki na poczet inwestycji.

III. Finansowy majątek trwały obejmuje;

- udziały i akcje.
- papiery wartościowe.
- udzielone pożyczki długoterminowe.
- inne składniki finansowego majątku trwałego.

IV. Należności długoterminowe

Majątek firmy



Rys. 2. Struktura majątku trwałego w grupie „A” aktywów

Źródło : Opracowanie własne

Rozliczenia międzyokresowe i majątek obrotowy ujęto odrębnie. Wynika to z ustawy o rachunkowości. Zgodnie z Międzynarodowym Standardem Rachunkowości nr 13 rozliczenia międzyokresowe czynne należy ujmować w ramach majątku obrotowego.

Wynika z tego, że po to by ustalić wartość majątku trwałego, którym dysponuje dana jednostka gospodarcza, należy po prostu poznać sposoby określania wartości poszczególnych jego części składowych. Zanim to uczynimy warto przypomnieć, że z potrzeb własnych i wymogów ustawy o rachunkowości wynika obowiązek rzetelnego prowadzenia ksiąg rachunkowych. Rzetelne są one wówczas, gdy dokonywane w nich zapisy odzwierciedlają stan faktyczny

Z ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.²¹ wynika, że poszczególne składniki aktywów i pasywów wycenia się stosując rzeczywiście poniesione koszty ich wytworzenia lub ceny nabycia. Pamiętać należy przy tym o zachowaniu wymogu wynikającego z zasady ostrożnej wyceny.

Ustalanie wartości majątku trwałego, przez jego wycenę, dokonuje się w następujący sposób:

- inwestycje rozpoczęte - według cen nabycia lub kosztów wytworzenia,
- udziały w innych jednostkach i długoterminowe papiery wartościowe (lokaty) - według cen nabycia pomniejszonych o odpisy spowodowane trwałą utratą ich wartości,
- środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne - według cen nabycia lub kosztów wytworzenia. Mogą to być także wartości po aktualizacji wyceny pomniejszone o odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe),
- dłużne papiery wartościowe - według cen sprzedaży, należności i zobowiązania, w tym interesujące nas pożyczki - w kwocie wymagającej zapłaty,
- środki pieniężne, kapitały (fundusze), wyemitowane papiery wartościowe oraz pozostałe aktywa i pasywa - według wartości nominalnej.

W rozporządzeniu Ministra Finansów z 17 stycznia 1997 r. w sprawie amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych²²,

²¹ Por. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz. U. Nr 121, poz. 92)

²² Por. Dz. U. nr 6, poz. 354 z 1997 r. W rozporządzeniu tym znajdujemy interpretacje istotnych pojęć dotyczących środków trwałych oraz tego co określa się mianem wartości niematerialnych i prawnych. W myśl tego rozporządzenia za środki trwałe uznaje się stanowiące własność lub współwłasność podatnika, nabyte lub wytworzone we własnym zakresie, kompletne i zdatne do użytku w dniu przyjęcia do użytkowania:

Nieruchomości (grunty, budowle i budynki, w tym także lokale będące odrębną własnością),
Maszyny, urządzenia i środki transportu,
Inne przedmioty,

znajdujemy istotne dla prowadzonego wyводу uregulowania dodatkowe. I tak np. pod pojęciem wartość początkowa oraz wartości niematerialne i prawne rozumie się:

- w razie nabycia w drodze kupna - cenę ich nabycia,
- w razie nabycia we własnym zakresie - koszt wytworzenia,
- w razie nabycia w drodze spadku, darowizny lub w inny nieodpłatny sposób - wartość rynkową z dnia nabycia,
- w razie nabycia w formie wkładu niepieniężnego (aportu) wniesionego przez udziałowca osoby prawnej lub wspólnika, w tym także gdy jako wkład wnoszone jest przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część - ustaloną przez jednostkę (podatnika) na dzień wniesienia wkładu, wartość poszczególnych środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, nie wyższą jednak od ich wartości rynkowej, z tym że suma wartości wszystkich składników stanowiących wkład pieniężny i niepieniężny łącznie nie może być wyższa od nominalnej wartości objętych akcji lub udziału. W przypadku gdy wkład pieniężny pochodzi z zagranicy, suma wartości początkowej poszczególnych składników środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych stanowiących ten wkład nie może być wyższa od nominalnej wartości udziałów (akcji) objętych za wkład niepieniężny ani od wartości rynkowej tych składników majątku z dnia objęcia udziałów lub akcji.

Wartość początkową firmy, stanowi nadwyżka ceny nabycia przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części nad wartością rynkową środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych wchodzących w skład nabytego, przejętego do odpłatnego korzystania, albo wniesionego

o przewidywanym okresie używania dłuższym niż rok, wykorzystywane przez podatnika na potrzeby związane z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą albo oddane do użytkowania na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub o podobnym charakterze.

Do trwałych zalicza się również:

przyjęte do użytkowania inwestycje w obcych środkach trwałych, środki trwałe wykorzystywane przez podatnika związane z prowadzoną działalnością na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub umowy o podobnym charakterze, zawartej z właścicielem lub współwłaścicielem tych środków pod warunkiem, że zaliczone są one do składników majątku podatnika.

W przypadku gdy wartość początkowa środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych nie przekracza 2.500 złotych, można tych składników nie zaliczać do środków trwałych

Za wartości niematerialne i prawne uznaje się, stanowiące własność lub współwłasność podatnika, nadające się do gospodarczego wykorzystania w dniu przyjęcia do użytkowania. Składniki majątku stanowiące tworzące grupę wartości niematerialnych i prawnych omawiane są szczegółowo w rys. 3. *Struktura wartości niematerialnych i prawnych.*

do spółki, przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części, odpowiednio z dnia nabycia, przyjęcia do korzystania albo wniesienia do spółki, powiększoną o łączną wartość składników mienia nie będących środkami trwałymi ani wartościami niematerialnymi i prawnymi, wynikającymi z ksiąg przedsiębiorstwa lub zorganizowanej części jego mienia - zbywanego, oddawanego do odpłatnego korzystania albo wnoszonego do spółki.

Jeżeli środki trwałe uległy ulepszeniu (przebudowie, rozbudowie, rekonstrukcji, adaptacji lub modernizacji), wartość początkową tych środków powiększa się o sumę wydatków poniesionych na ich ulepszenie, w tym także o wydatki na nabycie części składowych lub peryferyjnych, których cena nabycia przekracza 1000 zł. Środki trwałe uważa się za ulepszone, jeżeli wydatki poniesione na przebudowę, rozbudowę, rekonstrukcję, adaptację lub modernizację powodują wzrost ich wartości użytkowej w stosunku do tej wartości z dnia przyjęcia środków trwałych do użytkowania, mierzonej w szczególności okresem używania, zdolnością wytwórczą, jakością produktów uzyskiwanych za pomocą ulepszonych środków trwałych i kosztami ich eksploatacji.

Pod pojęciem ceny nabycia, rozumie się kwotę należną sprzedającemu, powiększoną o koszty związane z zakupem naliczone do dnia przekazania środka trwałego do użytkowania, a w szczególności koszty transportu, załadunku i wyładunku, ubezpieczenia w drodze, montażu, opłat notarialnych, skarbowych i innych, odsetek, prowizji i różnic kursowych, oraz pomniejszoną o podatek od towarów i usług, z wyjątkiem gdy podatnikowi nie przysługuje obniżenie kwoty naliczonego podatku, o podatek naliczony, albo zwrot różnicy podatku od towarów i usług. W przypadku importu, cena nabycia obejmuje cło i podatek akcyzowy oraz podatek importowy od składników majątkowych, sprowadzanych lub nadsyłanych z zagranicy.

Kosztem wytworzenia jest natomiast wartość, w cenie nabycia, zużytych do wytworzenia środków trwałych: rzeczowych składników majątku i wykorzystanych usług obcych, koszt wynagrodzeń za pracę, wraz z pochodnymi oraz inne koszty dające się zaliczyć do wartości wytworzonych środków trwałych. Do kosztu wytworzenia nie zalicza się: wartości własnej pracy podatnika, jego małżonka i małoletnich dzieci, kosztów ogólnych zarządu, kosztów sprzedaży oraz pozostałych kosztów operacyjnych i kosztów operacji finansowych, w szczególności odsetek od kredytów (pożyczek), prowizji i różnic kursowych, z wyłączeniem odsetek, prowizji i różnic kursowych naliczonych do dnia przekazania środka trwałego do używania.

Jeżeli nie można ustalić ceny nabycia środków trwałych lub ich części nabytych przez podatników podatku dochodowego od osób fizycznych, wartość początkowa tych środków przyjmuje się w wysokości wynikającej z wyceny dokonanej przez podatnika, z uwzględnieniem cen ryn-

kowych środków trwałych tego samego rodzaju, z grudnia roku poprzedzającego rok założenia ewidencji lub sporządzenia wykazu oraz stanu i stopnia ich zużycia.

W przypadku gdy podatnik podatku dochodowego od osób fizycznych nie może ustalić kosztu wytworzenia, wartość początkową środków trwałych ustala się w wysokości określonej przez biegłego, z uwzględnieniem cen rynkowych.

Wartość rynkową ustala się na podstawie przeciętnych cen stosowanych w danej miejscowości, w obrocie składnikami majątkowymi tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem ich stanu oraz stopnia zużycia.

Podane dotąd informacje należy uzupełnić zawartymi w ustawie o rachunkowości określeniami: cena nabycia, koszty wytworzenia składnika majątku, ceny sprzedaży netto składnika majątku, ceny nabycia i kosztu wytworzenia inwestycji rozpoczętej oraz środków trwałych.

Przez ceny lub koszty rozumie się:

1. Cena nabycia, to rzeczywista cena zakupu składnika majątku, obejmująca kwotę należną sprzedającemu (bez naliczonego podatku od towarów i usług), a w przypadku importu powiększona o obciążenia o charakterze publicznoprawnym oraz powiększona o koszty bezpośrednio związane z zakupem i przystosowaniem składnika majątku do stanu zdatnego do użytkowania, łącznie z kosztami transportu, jak też załadunku i wyładunku, a pomniejszona o zmniejszenie ceny (rabaty, upusty itp.) i odzyski. Natomiast w przypadku, gdy nie jest możliwe ustalenie ceny nabycia składnika majątku, a w szczególności otrzymanego w formie darowizny - jego wyceny dokonuje się według ceny sprzedaży takiego samego lub podobnego przedmiotu;
2. Koszt wytworzenia składnika majątku we własnym zakresie obejmuje koszty bezpośrednie produkcji poszczególnych produktów gotowych, w toku produkcji i półfabrykatów oraz przypadającą na okres ich wytworzenia uzasadnioną część kosztów pośrednich produkcji; Do kosztów wytworzenia, po których wycenia się aktywa, nie zalicza się kosztów ogólnych zarządu, to jest kosztów działania jednostki jako całości oraz zarządzania nią, kosztów sprzedaży produktów, towarów i innych rzeczowych składników majątku, jak też pozostałych kosztów operacyjnych i kosztów operacji finansowych. W przypadku, gdy nie ma możliwości ustalenia kosztu wytworzenia składnika majątku - wówczas jego wyceny dokonuje się według ceny sprzedaży takiego samego lub podobnego przedmiotu, pomniejszonej o przeciętnie osiągniany przy sprzę-

dąży produktów zysk, a w przypadku produkcji w toku, także z uwzględnieniem stopnia jego przetworzenia.

3. Cena sprzedaży netto składnika majątku stanowi możliwą do uzyskania w dniu bilansowym cenę sprzedaży bez należnego podatku od towarów i usług, pomniejszoną o rabaty i opusty, przypadający od sprzedaży podatek akcyzowy oraz koszty związane z przystosowaniem składnika majątku do sprzedaży i doprowadzenia jej do skutku, a powiększoną o należną dotację przedmiotową; ceną sprzedaży jest również kurs giełdowy. Jeżeli nie jest możliwe ustalenie ceny sprzedaży netto (kursu giełdowego) danego składnika majątku, należy oszacować jego przypuszczalną wartość rynkową netto na dzień bilansowy.

Cena nabycia i koszt wytworzenia inwestycji rozpoczętej oraz środków trwałych obejmuje ogół kosztów dotyczących danej inwestycji, poniesionych przez jednostkę w czasie od dnia rozpoczęcia inwestycji do dnia bilansowego lub przyjęcia powstałych w wyniku inwestycji środków trwałych do użytkowania, w tym również:

- nie podlegający odliczeniu podatek od towarów i usług, dotyczący inwestycji rozpoczętej oraz środków trwałych,
- naliczone za czas trwania inwestycji odsetki, prowizje i różnice kursowe od pożyczek, kredytów, przedpłat i zobowiązań służących sfinansowaniu zakupu lub budowy środków trwałych.

W przypadku, gdy dana jednostka gospodarcza nie będzie nadal prowadziła działalności gospodarczej to wycena:

- udziałów w innych jednostkach,
- długoterminowych papierów wartościowych,
- wartości niematerialnych i prawnych,
- środków trwałych,
- inwestycji rozpoczętych,
- produktów w toku,

następuje po cenach sprzedaży netto możliwych do uzyskania, nie wyższych od cen nabycia lub kosztów wytworzenia, pomniejszonych o dotychczasowe odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe).

Wartość początkową, stanowiącą cenę nabycia lub koszt wytworzenia środka trwałego, powiększają koszty jego ulepszenia (przebudowy, rozbudowy, rekonstrukcji, adaptacji lub modernizacji), które powodują, że wartość użytkowa tego środka po zakończeniu ulepszenia, przewyższa posiadaną przy przyjęciu do użytkowania wartość użytkową, mierzoną

okresem używania, zdolnością wytwórczą, jakością produktów uzyskiwanych przy pomocy ulepszanego środka trwałego, kosztami eksploatacji lub innymi miarami.

Wartość początkową środków trwałych, z wyjątkiem gruntów nie służących wydobywaniu kopalin metodą odkrywkową, dzieł sztuki i eksponatów muzealnych, zmniejszając do wartości netto dotychczas dokonane odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe), uwzględniające postęp techniczno-ekonomiczny i zużycie fizyczne oraz prawne i inne ograniczenia, wpływające na okres ich gospodarczo uzasadnionego używania.

Przeznaczone do likwidacji lub wycofania z użytkowania środki trwałe wycenia się według wartości księgowej netto, albo w cenie sprzedaży netto, zależnie od tego, która z nich jest niższa. Wynikające stąd różnice zalicza się do pozostałych kosztów operacyjnych.

Wartość początkowa i dokonane dotychczas odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe) od środków trwałych, mogą ulegać aktualizacji wyceny. Ustalona w wyniku aktualizacji wyceny wartość księgowa netto środka trwałego, nie powinna być wyższa od jego realnej wartości, której odpisanie w przewidywanym okresie jego dalszego użytkowania jest ekonomicznie uzasadnione, ewentualnie powiększona na dzień aktualizacji, o wartość sprzedaży netto, pozostałości środka trwałego w momencie likwidacji lub wycofania z używania.

Powstała, na skutek aktualizacji wyceny, różnica wartości netto środków trwałych odnosi się na kapitał (fundusz) aktualizacji wyceny i nie może ona być przeznaczona do podziału.

Kapitał (fundusz) aktualizacji wyceny podlega zmniejszeniu o różnicę z aktualizacji uprzednio zaktualizowanych zbywanych lub zlikwidowanych środków trwałych. Równowartość środków pochodzących z tego tytułu odnosi się na zwiększenie kapitału funduszu zapasowego lub innego o podobnym charakterze.

3.2. Wycena wartości niematerialnych i prawnych

Do wyceny wartości niematerialnych i prawnych przyjmujemy ich wartość początkową zmniejszoną o dotychczas dokonane odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe). Wyceny ich dokonuje się zatem w wartości netto, to jest w cenie nabycia praw, lub koszcie poszczególnych rozliczeń okresowych pomniejszonych o ich planowaną i nieplanowaną amortyzację.

W przypadku, gdy kontynuowanie działalności gospodarczej przez daną jednostkę nie jest uzasadnione, wówczas:

prawa, gdy posiadają one wartość rynkową, wycenia się według ich ceny sprzedaży netto,

wartości niematerialne, to jest szczególne rozliczenia międzyokresowe, odpisuje się w pełni, nie przedstawiają one bowiem żadnej realnej wartości.

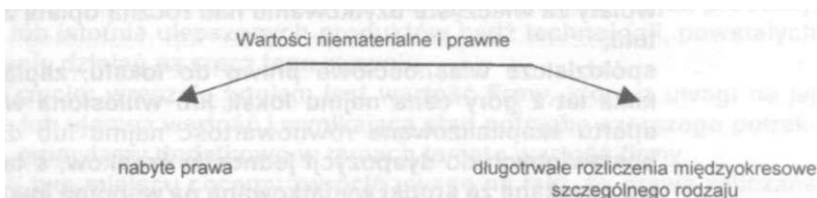
Koszty prac rozwojowych prowadzonych przez jednostkę na potrzeby własne, poniesione przed podjęciem produkcji, mogą być zaliczone do wartości niematerialnych i prawnych w przypadku, gdy:

- produkt lub technologia wytwarzania są ściśle ustalone, a dotyczące ich koszty prac rozwojowych wiarygodnie określone,
- techniczna przydatność produktu lub technologii została stwierdzona oraz odpowiednio udokumentowana i na tej podstawie jednostka podjęła decyzję o wytwarzaniu tych produktów lub technologii,
- koszty prac rozwojowych zostaną pokryte spodziewanymi przychodami ze sprzedaży tych produktów lub technologii.

Wartości niematerialne i prawne obejmują w istocie dwie grupy tytułów:

- **nabyte prawa,**
- **długotrwałe rozliczenia międzyokresowe szczególnego rodzaju kosztów, stanowiące wartości niematerialne.**

Ilustruje to poniższy diagram



- prawo wieczystego użytkowania gruntu zakupionego lub uzyskanego jako wkład rzeczowy, nadwyżka pierwszej wpłaty za wieczyste użytkowanie nad roczną opłatą z tego tytułu;

- spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu: zapłacono za kilka lat z góry cena najmu lokalu lub wniesiona w postaci aportu skapitalizowana wartość najmu lub dzierżawy postawionych do dyspozycji jednostki, prawa uzyskane za środki wydatkowane na wspólną inicjatywę;

- prawa do projektów, wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów zdobniczych, modeli, licencji, użytkowania praw autorskich, tajnych formuł i procesów produkcyjnych, użytkowania praw do filmów kinematograficznych, taśm filmowych lub magnetofonowych dla telewizji i radia;

prawo do wykorzystania odpowiednio udokumentowanych doświadczeń przemysłowych handlowych lub naukowych (know-how);

- koncesja, w tym również na dopuszczenie samochodu do międzynarodowego transportu drogowego;

- programy komputerowe.

- koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu działalności spółki akcyjnej

- koszty zakończonych przez jednostkę-na własne potrzeby-prac rozwojowych-poprzedzających podjęcie produkcji;

- wartość firmy (czas rozliczeń do 5 lat, ustawa dopuszcza okres dłuższy, według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości do 15-20 lat)

Rys. 3. Struktura wartości niematerialnych i prawnych
Źródło: Opracowanie własne

Do nabytych praw majątkowych, a więc np. zakupionych, wniesionych jako aport, lecz nie wytworzonych przez samą jednostkę, zalicza się prawa nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie używania dłuższym niż rok, przeznaczone na własne potrzeby jednostki lub oddania do użytkowania na podstawie umowy najmu.

Zalicza się tu w szczególności nabyte:

- prawo wieczystego użytkowania gruntu, zakupione lub uzyskane jako wkład rzeczowy, a także nadwyżkę pierwszej wpłaty za wieczyste użytkowanie nad roczną opłatą z tego tytułu,
- spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu, zapłacona za kilka lat z góry cena najmu lokali lub wniesiona w postaci aportu skapitalizowana równowartość najmu lub dzierżawy postawionych do dyspozycji jednostki środków, a także prawa uzyskane za środki wydatkowane na wspólną inwestycję,
- prawa do projektów, wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów zdobniczych, modeli, licencji, użytkowania praw autorskich, tajnych formuł i procesów produkcyjnych, użytkowania praw do filmów kinematograficznych, taśm filmowych lub magnetofonowych dla telewizji i radia, praw do wykorzystania odpowiednio udokumentowanych doświadczeń przemysłowych, handlowych lub naukowych (know-how),
- koncesje, w tym również na dopuszczenie samochodu do międzynarodowego transportu drogowego,
- programy komputerowe.

Wartości niematerialne, stanowiące szczególnego rodzaju rozliczenia międzyokresowe kosztów, obejmują trzy następujące tytuły:

- koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu spółki akcyjnej,
- koszty prowadzonych (zakończonych) przez jednostkę na własne potrzeby prac rozwojowych, poprzedzających podjęcie produkcji,
- dodatnia wartość firmy.

Pierwszy tytuł obejmuje koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu spółki akcyjnej. Obejmują one wydatki związane z założeniem spółki akcyjnej (wewnętrzna i zewnętrzna organizacja), powstające w fazie jej zakładania lub znacznego rozszerzenia jej profilu oraz uruchomienia nowych wydziałów. Mogą to być np. koszty związane ze studiami rynku, rekrutacji pracowników, pierwszej reklamy.

profilu oraz uruchomienia nowych wydziałów. Mogą to być np. koszty związane ze studiami rynku, rekrutacji pracowników, pierwszej reklamy.

Koszty zakończonych prac rozwojowych są drugim omawianym tu tytułem²³. Rozumie się przez nie omówione przez nas, badania lub w inny sposób uzyskaną wiedzę, których wynik może być wykorzystany do produkcji nowych, względnie ulepszonych produktów lub technologii. Zatem, aktywowane przez zaliczenie do wartości niematerialnych i prawnych, mogą być tylko poniesione koszty tych prac rozwojowych, a więc aplikacyjnych, poprzedzających produkcję na rynek (nie zaś prac badawczych), których zwrot jest prawdopodobny, po podjęciu zamierzonej już produkcji nowych lub istotnie ulepszonych produktów bądź technologii, powstałych w rezultacie działań na rzecz tego rozwoju.

Trzecim wreszcie tytułem jest wartość firmy, którą z uwagi na jej dodatnią lub ujemną wartość i wynikającą stąd potrzebę szerszego potraktowania, omawiamy dodatkowo w ramach tematu wartość firmy.

W tym miejscu chcemy zwrócić uwagę na fakt, że prawa zaliczane do wartości niematerialnych i prawnych wprowadza się do ksiąg rachunkowych w cenach ich nabycia, natomiast wartości niematerialne po poniesionym na nie koszcie, który w przypadku wartości firmy stanowi różnicę między ceną nabycia jednostki a wartością przejętych składników majątkowych.

Dodajmy jeszcze, że wartości niematerialne i prawne, jako nieprodukcyjne amortyzowane są liniowo. Planowany okres amortyzacji praw określają jednostki samodzielnie. Amortyzacja w tym przypadku obciąża koszty normalnej działalności. W przypadku utraty gospodarczej przydatności danego prawa, dokonuje się nieplanowego odpisu amortyzacyjnego w ciężar pozostałych kosztów operacyjnych. Amortyzacja wartości niematerialnych może obejmować okres do 5 lat. Dotyczy to również sytuacji, gdy wystąpi ujemna wartość firmy. Wówczas, co jest oczywiste, jest ona przychodem a nie kosztem. Okres planowej amortyzacji nie powinien tu być krótszy od 2 lat. Rozporządzenie ministra finansów z dnia 17 stycznia 1997 r. podaje, że okres dokonywania odpisów amortyzacyjnych od wartości niematerialnych i prawnych nie może być krótszy niż:

- od wartości oprogramowania komputerów i praw autorskich - 2 lata,
- od licencji na wyświetlanie filmów oraz emisje programów radiowych i telewizyjnych - 2 lata,
- od poniesionych kosztów zakończonych prac rozwojowych - 3 lata,
- od pozostałych wartości niematerialnych i prawnych - 5 lat.

²³ W ustawie o rachunkowości w art. 33 ust. 2 użyto zwrotu: „Koszty prac rozwojowych prowadzonych przez jednostkę na własne potrzeby... mogą być zaliczone do wartości niematerialnych i prawnych...”.

Ustawa dopuszcza wydłużenie okresu amortyzacji dodatniej i ujemnej wartości firmy. Według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości okres taki nie powinien być dłuższy niż 15-20 lat.

3.3. Dodatnia i ujemna wartość firmy

Wartość firmy stanowi różnica między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części, a niższą od niej wartością rynkową składników majątkowych jednostki lub zorganizowanej jej części.

Jeżeli cena nabycia jednostki lub zorganizowanej jej części była niższa od jej wartości rynkowej, to wartość zakupionych środków trwałych, inwestycji rozpoczętych, wartości niematerialnych i prawnych oraz zapasów rzeczowych składników majątku obrotowego ujmuje się w księgach rachunkowych według cen nabycia, jednak nie niższych niż ceny sprzedaży netto tych składników. Pozostałą z rozliczenia przy zakupie różnicę zalicza się do przychodów przyszłych okresów.

Wartość firmy oraz przychody przyszłych okresów odpisuje się przez okres nie dłuższy niż 5 lat (Ustawa dopuszcza wydłużenie tego okresu. Według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości okres taki nie powinien być dłuższy niż 15-20 lat).

Wartość firmy może być dodatnia wówczas, gdy wynika ona z różnicy pomiędzy na ogół wyższą ceną nabycia określonej jednostki, lub zorganizowanej jej części, a niższą od niej wartością rynkową poszczególnych składników majątkowych jednostki lub zorganizowanej części, pomniejszoną o ewentualnie przyjęte zobowiązania⁴⁴.

Różnica ta (wyrażona wartością dodatnią) może reprezentować:

- renomę firmy,
- pozycję na rynku,
- posiadane tajemnice produkcyjne,
- dobrą organizację itp.

Nie ma ona przez to postaci rzeczowej, konkretnych składników majątkowych zakupionej jednostki lub jej części.

Ujemna wartość firmy występuje wówczas, gdy wartość księgowa wszystkich składników majątkowych zakupionej jednostki, pomniejszona o przyjęte zobowiązania, jest wyższa od ceny nabycia jednostki jako całości.

W związku z tym warto zwrócić uwagę, że obecnie istnieje konieczność wprowadzania do ksiąg nabywcy wszystkich przyjętych składników

⁴⁴ Dla określenia nadwyżki wartości rynkowej firmy ponad rynkową wartość jej składników majątkowych używa się terminu „goodwill”. Piszemy o tym również w tym fragmencie książki, który nosi tytuł *Wycena wartości mieszanej*, patrz rozdział 7.4.1.

majątkowych, na poziomie ich aktualnych cen rynkowych, jednak w sumie nie wyższej od ceny nabycia jednostki, (przy uwzględnieniu, co jest zrozumiałe, przyjętych wraz z jednostką środków pieniężnych, należności, zobowiązań itp.).

Jeżeli wystąpi ujemna wartość firmy, ta ujęta w księgach przyjętej jednostki, wartość zakupionych :

- środków trwałych,
- inwestycji rozpoczętych,
- wartości niematerialnych i prawnych,
- zapasów,

obniża się proporcjonalnie, aż do zróżnicowania sumy ich wartości z ceną nabycia całej jednostki, uprzednio zmniejszonej o nadwyżkę wartości przejętych należności, środków pieniężnych itp. Nad przejętymi zobowiązaniami, które wykonywane są wartości w wartości nominalnej.

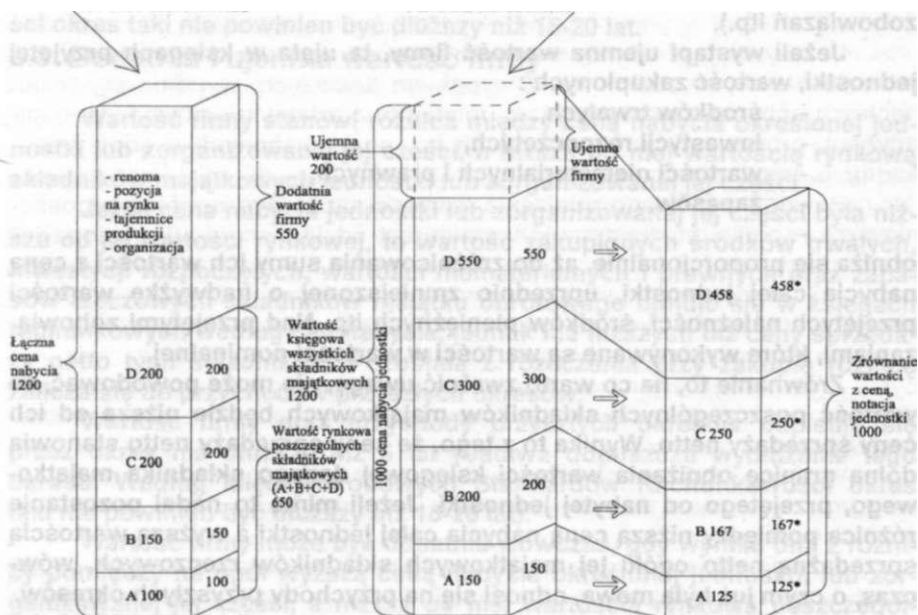
Zrównanie to, na co warto zwrócić uwagę, nie może powodować, że wartość poszczególnych składników majątkowych będzie niższa od ich ceny sprzedaży netto. Wynika to z tego, że ceny sprzedaży netto stanowią dolną granicę obniżania wartości księgowej danego składnika majątkowego, przejętego od nabytej jednostki. Jeżeli mimo to nadal pozostanie różnica pomiędzy niższą ceną nabycia całej jednostki a wyższą wartością sprzedażną netto ogółu jej majątkowych składników rzeczowych, wówczas, o czym już była mowa, odnosi się na przychody przyszłych okresów.

Ilustrację opisanych problemów zawiera rysunek 4, w postaci dodatniej i ujemnej wartości firmy.

Wartość firmy

Dodatnia

Ujemna



nys. 4 Wartość firmy

Źródło: opracowanie własne

Trwałym majątkiem finansowym są w szczególności:

udziały i akcje służące do trwałego wywierania znaczącego wpływu na bieg interesów innej jednostki (zależnej, stowarzyszonej),
 akcje i inne długoterminowe papiery wartościowe, a więc takie, których termin wykupu przypada co najmniej po upływie roku od dnia bilansowego. Ich zadaniem jest trwale przyniesienie dochodu o stałej lub zmiennej wysokości, np. bony skarbowe, pożyczki państwowe, obligacje, listy zastawne, udziały w funduszach powierniczych.

Do grupy lokat nie zalicza się:

przejściowo posiadanych udziałów i akcji we własnej jednostce, które nabyto w drodze egzekucji udziałowca, w celu ich umorzenia lub w związku z łączeniem się spółek,

- długoterminowych papierów wartościowych, w przypadku, gdy zakupiono je z myślą o późniejszej odsprzedaży (przeznaczone do obrotu).

Lokaty, to jest udziały w innych jednostkach, akcje i inne długoterminowe papiery wartościowe, z wyjątkiem dłuższych, wycenia się w cenach ich nabycia, zatem łącznie z opłatami notarialnymi, skarbowymi, sądowymi, prowizjami biur maklerskich itp. pomniejszonych o odpisy uzasadnione trwałą utratą ich wartości.

Powodem trwałego obniżenia wartości może być np. fakt ponoszenia przez spółkę, której dana jednostka jest udziałowcem lub akcjonariuszem, przez kolejne lata strat, nie znajdujących pokrycia w jej kapitałach własnych, utrzymywanie się przez dłuższy czas niskiego, poniżej poziomu cen nabycia, kursu akcji na giełdzie lub trwałego spadku wartości jednostki w funduszu powierniczym. Odpisów zmniejszających wartość nabycia lokat ustala się na podstawie kalkulacji uwzględniających przewidywania przyszłych trendów. Odpisami takimi obciąża się koszty finansowe jednostki.

Właściwe ustalenie czasu, kiedy nastąpiła trwała utrata wartości lokaty oraz wysokości, w jakiej utrata ta nastąpiła, jest zadaniem trudnym ale czasem koniecznym.

Gdy po dłuższym czasie- co dopiero może świadczyć o trwałości trendu- nastąpi trwała poprawa sytuacji, wówczas podwyższa się wartość lokat do pierwotnej ceny ich nabycia. Wskutek tego rosną przychody finansowe firmy.

Udziały i akcje własne jednostki wycenia się w cenie nabycia, nie wyższej od nominalnej.

Dłużne papiery wartościowe zaliczone do lokat wycenia się na dzień bilansowy w cenach sprzedaży, z reguły wyższych od cen nabycia, a więc inaczej niż przewiduje to zasada realizacji.

Jeżeli udziały i papiery wartościowe wyrażone są w walutach obcych, wówczas lokaty takie wycenia się na dzień bilansowy po kursie, po którym nastąpił ich zakup. Szczegółowe regulacje w tej sprawie zawiera art. 30 ustawy o rachunkowości.

Udzielone pożyczki długoterminowe zaliczane do finansowego majątku trwałego są wykazywane w bilansie - aktywa A. III. 3. Wówczas, gdy okres ich spłaty na dzień bilansowy jest dłuższy niż rok. Udzielone pożyczki są należnościami i z tej racji wycenia się je w kwocie wymagającej zapłaty, z uwzględnieniem, co jest zrozumiałe, nadrzędnej zasady ostrożnej wyceny.

Jeśli należność składa się wyłącznie z pożyczonego kapitału, sposób ustalania należnej kwoty nie budzi wątpliwości. Wycena komplikuje się wówczas, gdy pożyczkodawca obok zwrotu ma otrzymać również należne odsetki (oprocentowanie). Rodzi się wówczas pytanie czy odsetki od

pożyczek o stałej wysokości są należnością w momencie, kiedy powstaje obowiązek ich zapłaty zgodnie z umową, czy też stopniowo, w miarę ich narastania, także jeżeli termin płatności jeszcze nie zapadł. W tym przypadku w rozstrzygnięciu problemu warto wykorzystać zasadę memoriału, wskazującą na to, że odsetki od pożyczek o stałym oprocentowaniu zalicza się do przychodów w miarę upływu czasu, bez względu na to czy już zapadł umowny termin ich płatności. Idzie bowiem o to, aby w sposób kompletny wykazać przychody powstałe w danym roku obrotowym.

Udzielona pożyczka jest należnością, zaciągnięta zaś zobowiązaniem. Zobowiązania wykazuje się w kwocie wymagającej zapłaty, zatem łącznie z odsetkami przypadającymi na dzień bilansowy. Mogą to być umowne odsetki od pożyczek i kredytów, naliczone na czas korzystania z obcych środków, zarówno nie zapłacone na czas, jak i te, których zapłata została przesunięta na termin późniejszy. Także i w tym przypadku, w myśl zasady memoriału, wykazuje się w kosztach pełne odsetki od środków, którymi dana jednostka dysponuje (obraca), mimo, że termin naliczenia odsetek jeszcze nie zapadł. Podane uwagi potwierdzają zasadność ustalenia należności z tytułu pożyczki w kwocie pożyczonego kapitału wraz z należnymi odsetkami, gdy pożyczka jest oprocentowana²⁹.

Na podstawie ust. 4 art. 31 ustawy o rachunkowości wyłącznie rzeczowy majątek trwały i poczynione od niego odpisy amortyzacyjne mogą, na podstawie odrębnych uregulowań, ulegać aktualizacji wyceny. Taka aktualizacja zarządzona została w 1995 r. Wynikała ona z § 9 rozporządzenia ministra finansów z dnia 20 stycznia 1995 r.³⁰ Powoduje to, że w opracowaniu poświęconemu ustalaniu wartości majątku trwałego nie można pominąć skutków, jakie dla ustalania tej wartości ma zarządzona w 1995r. aktualizacja wyceny.

3.4. Aktualizacja wyceny

Aktualizacja wyceny należy do zadań obowiązkowych i dotyczy środków trwałych, w tym również gruntów własnych oraz inwestycji w obcych środkach trwałych. I tak, na przykład z § 9 przytaczanego już rozporządzenia ministra finansów z 20 stycznia 1995 r. wynika, że przedsiębiorstwa, z wyjątkiem postawionych w stan likwidacji, oraz w stosunku do których ogłoszono upadłość, miały obowiązek aktualizacji wyceny środków trwałych według ich stanu na 1 stycznia 1995 r.

Aktualizacji wyceny nie dokonywało się od składników majątku zaliczonych do środków trwałych:

²⁹ Pożyczka może być nieoprocentowana, szerzej na ten temat patrz H. Zalewski: *Finanse spółek*, s. 53-54

³⁰ Por. Dz. U. Nr 7 poz. 34 z 1995 r.

od dnia 1 stycznia 1995 r., jeżeli zostały nabyte przed tym dniem i zgodnie z przepisami nie były uznawane za środki trwałe. Chodzi tu o obiekty, które do końca 1994 r. były zaliczone do wyposażenia, a od 1.1.1995 r. zostały przekwalifikowane do środków trwałych, wobec niewyodrębnienia tego rodzaju majątku w składzie majątku trwałego danej jednostki gospodarczej. Wynika to z ustawy o rachunkowości, w której podobnie jak w państwach Unii Europejskiej nie wydzielono wyposażenia jako odrębnego składnika majątku trwałego. Z tego względu, składniki majątkowe zaliczane do końca 1994 r. do majątku trwałego jako wyposażenia, od 1.1.1995 r. powinny być zaliczone do odpowiednich grup rodzajowych środków trwałych- np. telewizory czy radia do grupy 6, urządzenia techniczne, meble biurowe do grupy 8 - narzędzia, przyrządy, ruchomości i wyposażenie,

- inwentarza żywego włączonego do środków trwałych na mocy ustawy, który do końca 1994r. zaliczano do środków obrotowych. Idzie tu przy tym o inwentarz żywy o charakterze produkcyjnym przeznaczony do trwałego użytku na własne potrzeby lub do wynajmu, a nie zwierzęta przeznaczone do sprzedaży,

- gruntów otrzymanych w wieczyste użytkowanie ujmowanych do końca 1994 r. w ewidencji środków trwałych. Od stycznia 1995 r. grunty takie, jako stanowiące własność Skarbu Państwa lub gmin, a nie amortyzowane przez dane przedsiębiorstwo podlegają wyłączeniu ze środków trwałych, ujmuje się je w ewidencji pozabilansowej,

- ujętych na dzień 1 stycznia 1995 r. na koncie 01 - Środki trwałe nabyte przed 1.1.1995 r., jeżeli ich cena nabycia, bez uzasadnionej przyczyny, znacznie odbiegała od wartości (ceny) rynkowej z dnia nabycia. Idzie tu o przypadki, gdy z różnych przyczyn cena, według której zaewidencjonowano środki trwałe, np. jako aport, znacznie różniła się od ich wartości rynkowej na ten dzień. Zdarza się, że obiekty takie są wycenione zbyt wysoko, stąd ich przecena w górę była by nieuzasadniona, wycena w dół akceptowała by natomiast niewłaściwe postępowanie w dniu ich nabycia (otrzymania). Zasada ta odnosi się również do przypadków zakupu środków trwałych po cenie rażąco niskiej, po okresie ich użytkowania na podstawie umowy o leasing operacyjny. Trzeba to wyraźnie podkreślić, że idzie tu nie o każdą różnicę w cenie, ale o różnicę znaczącą a zarazem bezzasadną.

Aktualizacja wyceny ma na celu urealnienie ich wartości. Wartość środków trwałych wykazywana w księgach poszczególnych podmiotów gospodarczych na koniec 1994r. była niewłaściwa. Wynikało to z dwóch głównych przyczyn:

- nieaktualizowania w latach ubiegłych „starych” środków trwałych oddanych do użytkowania do końca 1989 r. oraz środków trwałych używanych - zakupionych lub w różny sposób otrzymanych w latach 1992 - 1994 (aporty, darowizny, przekształcenia jednostek),
- powszechnym dokonywaniem wcześniejszych aktualizacji jedynie za pomocą wskaźników przeliczeniowych dla poszczególnych grup rodzajowych środków trwałych ogłaszanych podawanych przez GUS, bez porównania wyników takiej wyceny ze znanymi danej jednostce cenami lub kosztorysami identycznych lub podobnych obiektów do tego zachęcały np. przepisy ministra finansów (§11 ust. 3 rozporządzenia ministra finansów z 27.3.1992 r. Dz. U. 104, poz. 508 z 1992 r.).

Aktualizacja wyceny środków trwałych na 1.1.1995 r. oparta była na poziomie cen z września 1994.

Aktualizację wyceny środków trwałych na dzień 1 stycznia 1995 r. dokonuje się metodą szczegółową. Polega ona na przeliczeniu ujętej w ewidencji wartości początkowej oraz wartości dotychczasowych odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) poszczególnych środków trwałych.

Do przeliczeń (patrz tabela 1), stosowano wskaźniki przeliczeniowe zawarte w obwieszczeniu Prezesa GUS z 8 lutego 1995 w sprawie wskaźników przeliczeniowych do aktualizacji wyceny środków trwałych na dzień 1 stycznia 1995 r.

Tabela 1

Wykaz wskaźników przeliczeniowych

Nr wskaź- nika	Symbol klasy- fi- kacji rodzajowej środków	Nazwa grupy środków trwałych	Wskaźniki przeliczeniowe dla środków trwałych nabytych (wytworzonych)									
			do 31.12.1989r. i w 1990r.	w latach								
				1991		1992		1993		1994		
				półrocze		półrocze		półrocze		półrocze		
			I	II	I	II	I	II	I	II		
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
I	1	Budynki	2,35	1,84	1,68	1,55	1,45	1,33	1,25	1,11	1,00	
2	2	Budowle	2,42	1,84	1,73	1,63	1,46	1,33	1,24	1,08	1,00	
3	3	Kotły i maszyny energetyczne	3,08	2,43	2,28	2,05	1,75	1,52	1,36	1,14	1,00	
4	4	Maszyny, urządzenia i aparaty ogólnego zastosowania	3,22	2,43	2,49	2,02	1,81	1,58	1,37	1,17	1,00	
5	5	Maszyny, urządzenia i aparaty specjalne branżowe	3,16	2,43	2,23	1,98	1,71	1,46	1,28	1,11	1,00	
6	6	Urządzenia techniczne	3,06	2,57	2,31	2,04	1,83	1,52	1,34	1,12	1,00	
7	7	Środki transportowe	3,38	2,44	2,16	1,86	1,72	1,49	1,29	1,14	1,00	
8	8	Narzędzia, przyrządy, ruchomości i wyposażenie	2,95	2,40	2,22	1,97	1,68	1,42	1,26	1,08	1,00	
9	01	Melioracje szczegółowe	2,42	1,73	1,73	1,63	1,46	1,33	1,24	1,08	1,00	

Źródło: Obwieszczenie Prezesa GUS z 8 lutego 1995, M.P. nr 7, poz. 34

Używając wskaźników przeliczano wartość początkową poszczególnych środków trwałych oraz ich dotychczasowe odpisy amortyzacyjne. Wskutek tego następowało zwiększenie wartości początkowej, ale także odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) poszczególnych środków trwałych.

Stosowanie zagregowanych wskaźników przeliczeniowych, jednakowych dla dużych zbiorów środków trwałych (nabytych w kraju, wytworzonych we własnym zakresie, pochodzących z importu), może prowadzić do poważnych błędów. Z tego względu, w rozporządzeniu ministra finansów z 20 stycznia 1995 r. przewidziano możliwość ustalania dla poszczególnych obiektów ich aktualnej wartości na podstawie cen rynkowych.

Jeżeli po zastosowaniu wskaźnika przeliczeniowego wartość początkowa środka trwałego różniła się w górę lub w dół więcej niż o 10 % od rynkowej wartości tego środka z września 1994 r., wówczas można było zastosować cenę rynkową. W takim przypadku wartość dotychczasowych odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) poszczególnych środków trwałych ustalało się w takiej proporcji, w jakiej pozostawały odpisy od wartości początkowej przed aktualizacją.

Jeżeli przyjąć, że przed aktualizacją wartość początkowa środka trwałego wyniosła 10.000 zł, odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe) 2.500 zł a po aktualizacji - wartość początkowa 20.000 zł, to po aktualizacji odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe) wyniosą 5.000 zł. Wynika to z wyliczeń:

stosunek odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) do wartości początkowej przed aktualizacją:

$$\frac{2.500 \times 100}{10.000} = 25\%$$

odpis amortyzacyjny (umorzeniowy) po aktualizacji:

$$\frac{20.000 \times 25}{100} = 5.000$$

Warto zwrócić uwagę, że:

- w razie nieokreślenia przez Prezesa GUS wskaźników przeliczeniowych dla niektórych grup środków trwałych, dotyczy np. gruntów, wycenia się je przy zastosowaniu cen rynkowych;
- przy dostosowaniu do aktualizacji wyceny cen rynkowych, wartość środków trwałych może w stosunku do cen ewidencyjnych ulec zwiększeniu lub obniżeniu, powodując stosów-

ną korektę wartości danego składnika majątkowego. Dodajmy, że aktualizacja wyceny metodą wskaźnikową prowadzić może jedynie do powiększenia wartości;

- w przypadku zastosowania cen rynkowych do aktualizacji wyceny środków trwałych, warto zadbać o odpowiednie udokumentowanie zastosowanych cen, np.: cenniki, notatki, protokół własny dla udowodnienia informacji o cenę środków trwałych;

- z ustawy o rachunkowości wynika, że wskutek aktualizacji wyceny, dokonanej zarówno przy zastosowaniu wskaźników przeliczeniowych jak i cen rynkowych, wartość księgowa netto poszczególnych środków trwałych nie powinna być wyższa od ich realnej wartości, której odpisywanie (amortyzowanie) w przewidywanym okresie ich dalszego użytkowania jest ekonomicznie uzasadnione. Wartość ta może być ewentualnie powiększona- na dzień aktualizacji- o wartość sprzedaży netto pozostałości środków trwałych np. złomu na dzień ich likwidacji lub wycofania z użytkowania.

Z przytoczonych opisów wynika, że najpierw miała miejsce aktualizacja wyceny poprzez przemnożenie przez odpowiedni wskaźnik przeliczeniowy wartości początkowej i odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) poszczególnych środków trwałych. Było to zadanie obowiązkowe i dotyczyło wszystkich środków trwałych. Uzyskane w ten sposób wartości porównuje się z ich, znanymi danej jednostce, cenami rynkowymi. Jeśli różnice wyceny wynoszą ponad 10 %, wycena mogła nastąpić przy zastosowaniu cen rynkowych.

Dokonując aktualizacji można równocześnie stosować do jednych środków trwałych wyłącznie wskaźniki przeliczeniowe, do innych ceny rynkowe. Zatem nie należy ograniczać się wyłącznie do stosowania metody współczynnikowej.

Ustalanie cen rynkowych obiektów pozwala na weryfikowanie wartości określonych metodą współczynnikową, chroni zatem przed nadmiernym, nieuzasadnionym zwiększaniem lub wykazywaniem zbyt niskiej wartości środków trwałych, to zaś, jak powszechnie wiadomo, podważa wiarygodność ksiąg rachunkowych i sprawozdawczości finansowej, w tym bilansu. Prowadzi to do wykazywania nieprawdziwego, zbytniego wzrostu, lub zafałszowanego zmniejszenia rzeczywistej wartości majątku trwałego. Tworzy to sytuację, że odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe) zostają zbyt wysoko skalkulowane (planowe odpisy) lub w rzeczywistości nie wystarczają na odtworzenie określonego składnika majątku. Prowadzić to może do: nieumyślnego fałszowania wartości majątku, odpisów odtworzeniowych (amortyzacje), kosztów, sprawozdań finansowych, wyniku finansowego.

wego, rozliczeń z budżetem. Dodajmy, że błędy wyceny mogą wpłynąć m.in. na wysokość sprzedaży lub likwidacji środków trwałych.

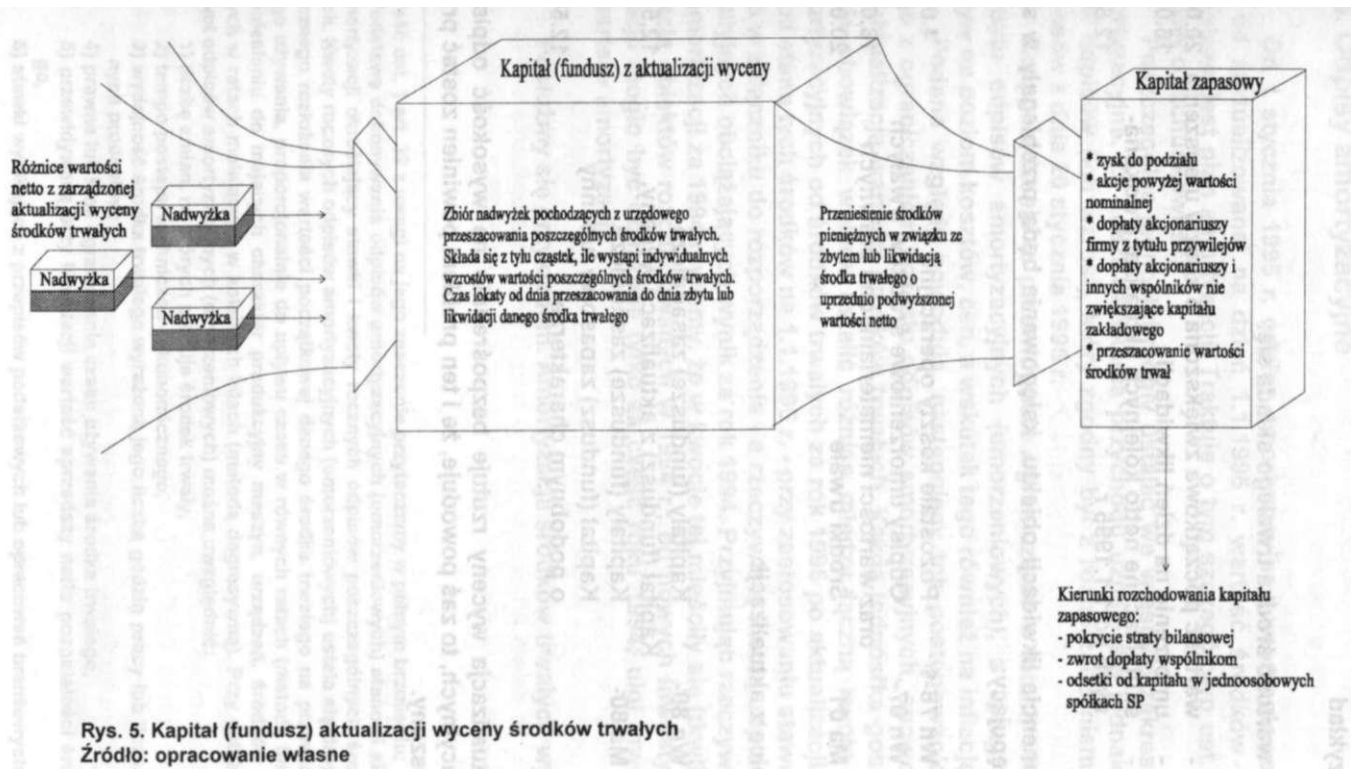
Wyniki aktualizacji wyceny środków trwałych na 1.1.1995 wprowadzało się do zapisów księgowych (w księgach syntetycznych i analityce) i ujmowało pod datą 1.1.1995.

Różnice między dotychczasową a zaktualizowaną wyceną (wartością) wpływały na nowo utworzony kapitał (fundusz) zasadniczy. Ujmuje się go na odrębnym koncie, w ramach konta 80 - Kapitały (fundusze) zasadnicze. Trzeba dodać, że jak długo konkretne, objęte aktualizacją wyceny, środki trwałe znajdować się będą w jednostce, która dokonała aktualizacji ich wartości, tak długo powstałej (zapisanej na funduszu) różnicy nie można przeznaczyć do podziału. Należy przytoczyć w tym miejscu punkt 5 art. 31 Ustawy o rachunkowości, który stanowi, że „Powstałą na skutek aktualizacji wyceny różnicę wartości netto środków trwałych ... odnosi się na kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny i nie może być ona przeznaczona do podziału. Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny podlega zmniejszeniu o różnicę z aktualizacji wyceny uprzednio zaktualizowanych zbywanych lub zlikwidowanych środków trwałych i odniesieniu na zwiększenie kapitału (funduszu) zapasowego lub innego o podobnym charakterze”. Ilustruje to rys. 5 pt. „Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny środków trwałych”. W cytowanym punkcie ustawy podano następującą nazwę funduszu: "Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny". W załączniku nr 1 do ustawy podającego wzór bilansu Pasywa A I miały nazwę „Kapitał (fundusz) rezerwy z aktualizacji wyceny”.

Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny podlega zmniejszeniu o różnicę z aktualizacji wyceny zdobywanych lub likwidowanych środków trwałych. Różnice te odnosi się na zwiększenie kapitału (funduszu) zapasowego lub innego o podobnym charakterze.

Z przepisu tego wynika, że na kontach analitycznych poszczególnych środków trwałych muszą być wykazywane:

- wartość początkowa,
- koszty ewentualnego ulepszenia,
- odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe),
- różnice z kolejnych aktualizacji wyceny jakie nastąpią od daty wejścia w życie ustawy o rachunkowości (1.1.1995 r).



Przykład

Na wartość środka trwałego składa się:

-	wartość początkowa zwiększona o koszty ulepszenia	20.000
-	umorzenie na dzień likwidacji	16.000
-	skutki łączne netto kolejnych aktualizacji dokonanych po 1.1.1995 r	12.500

to w momencie likwidacji obiektu, księgowania będą przebiegały w sposób następujący:

-	Wn 76-1	Pozostałe koszty operacyjne	4.000
-	Wn 07-	Odpisy umorzeniowe środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	16.000
-	Ma 01	Środki trwałe	20.000

różnice z aktualizacji:

-	Wn 80-	Kapitały (fundusze) zasadnicze	
		Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny	12.500
-	Ma 80-	Kapitały (fundusze) zasadnicze	
		Kapitał (fundusz) zapasowy lub inny o podobnym charakterze	12.500

Aktualizacja wyceny rzutuje bezpośrednio na wysokość odpisów amortyzacyjnych, to zaś powoduje, że i ten problem powinien zostać przez nas poruszony.

3. 5. Odpisy amortyzacyjne

Od 1 stycznia 1995 r. odpisy amortyzacyjne (umorzeniowe) oblicza się od zaktualizowanej na dzień 1.1.1995 r. wartość środków trwałych. Podstawą jest plan amortyzacji. Traktuje o tym szczegółowo ust. 1 art. 32 ustawy o rachunkowości².

Poszczególne jednostki mogły ustalać we własnym zakresie stawki amortyzacyjne. Za koszt uzyskania przychodu uznaje się jednak taki poziom odpisów (ich wzrost), który zgodny był z rozporządzeniem ministra finansów z dnia 20 stycznia 1995 r.

Rozporządzenie to przewidywało ograniczenie w latach 1995 - 1997 wzrostu odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych), z uwagi na jego wpływ na poziom kosztów, cen, a wskutek tego również na inflację.

Podane względy powodują, następujący tok postępowania związanego z ograniczeniem wzrostu odpisów amortyzacyjnych, spowodowanego aktualizacją wartości środków trwałych. Każda jednostka gospodarcza miała obowiązek w pierwszej kolejności ustalić różnicę między łączną kwotą odpisów amortyzacyjnych od środków trwałych za rok 1995 po aktualizacji, obliczoną od stanu tych środków na 1.1.1995 r. - przy zastosowaniu stawek zawartych w załączniku do rozporządzenia - a rzeczywistą kwotą odpisów amortyzacyjnych obciążających wynik za rok 1994. Przyjmując rzeczywistą kwotę amortyzacji za 1994 r. wiemy, że w kwocie tej mieściły się (tkwiły): amortyzacja obiektów rozchodowanych w 1994 r.; od nowych inwestycji amortyzacja mogła być obliczona tylko za część roku 1994; ulgi inwestycyjne zawarte w amortyzacji.

Posłużmy się przykładem. Amortyzacja środków trwałych wyniosła:

² Treść ust. 1 art. 32 z uwagi na jego znaczenie przytaczamy w pełnym brzmieniu:

„Podstawę dokonywania odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) stanowi aktualny plan amortyzacji określający stawki i kwoty rocznych odpisów poszczególnych środków trwałych. Kwoty rocznych odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) ustala się drogą systematycznego rozłożenia wartości początkowej danego środka trwałego na przewidywane lata jego używania, proporcjonalnie do upływu czasu w równych ratach (metodą liniową) lub w odniesieniu do mających charakter produkcyjny maszyn, urządzeń, środków transportowych w ratach malejących w kolejnych latach (metodą degresywną). Przy ustalaniu stawek kwot odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych) można uwzględnić:

- 1) liczbę zmian, na których pracuje środek trwały,
- 2) tempo postępu techniczno - ekonomicznego,
- 3) wydajność środka trwałego wyrażoną jego liczbą godzin pracy lub liczbą wytworzonych produktów,
- 4) prawne lub inne ograniczenia czasu używania środka trwałego,
- 5) przewidywaną przy likwidacji wartość sprzedaży netto pozostałości środka trwałego,
- 6) stawki wynikające z przepisów podatkowych lub opracowań branżowych.

- za rok 1995 (obliczona od zaktualizowanej wartości stanu na 1.1.1995 r. przy zastosowaniu zasad i stawek amortyzacyjnych wynikających z rozporządzenia) 10.000.000 zł
- za 1994 r. (obliczona na podstawie danych ksiąg rachunkowych) 4.000.000 zł
- różnica wynosi 6.000.000 zł

Rozporządzenie przewidywało, że przyrost łącznej kwoty odpisów amortyzacyjnych od zaktualizowanej wartości środków trwałych wykazanych w ewidencji 1.1.1995 r., w stosunku do kwoty odpisów amortyzacyjnych za rok 1994 nie mógł być wyższy niż we wszystkich jednostkach (z wyłączeniem przedsiębiorstw energetyki zawodowej).

W roku 1995 przyrost wyniósł 24% kwoty odpisów amortyzacyjnych za 1994 r.; oznacza to, że odpis amortyzacyjny w roku 1995 od środków trwałych ujętych w ewidencji na 1.1.1995 r. nie mógł być wyższy niż w przykładzie:

$$4.000.000 + \frac{4.000.000 \times 24}{100} = 4.000.000 + 960.000 = 4.960.000 \text{ zł}$$

W latach 1996 i 1997 - przyrost wyniósł 50% różnicy; w naszym przykładzie różnica ta wynosi 6.000.000 zł, pomniejszona o kwotę faktycznego przyrostu odpisów za 1995 r. (gdyby nie było w 1995r. przychodów i rozchodów, to w przykładzie amortyzacja za rok 1995 wynosiła by 960.000 zł); oznacza to, że odpis amortyzacyjny w roku 1996 i analogicznie w 1997 od środków trwałych ujętych w ewidencji na dzień 1.1.1995 r. nie mógł być wyższy niż:

$$4.000.000 + \frac{(6.000.000 - 960.000) \times 50}{100} = 4.000.000 + 2.520.000 = 6.520.000 \text{ zł}$$

Ograniczenie wysokości naliczanych odpisów amortyzacyjnych nie obejmowało środków trwałych przyjmowanych do użytkowania po 1.1.1995 r., a więc w latach 1995-1997. Odpisy od tych obiektów obliczane były według zasad ogólnych, z tym że za koszt uzyskania przychodów (dla celów podatkowych) uznawało się odpisy obliczone zgodnie z cytowanym już rozporządzeniem ministra finansów z 20.1.1995 r.

Warto zwrócić uwagę, że limity wzrostu odpisów amortyzacyjnych w latach 1995 - 1997 odnosiły się do globalnej wartości odpisów amortyzacyjnych (umorzeniowych), obliczonych od wszystkich środków trwałych, zaktualizowanych na dzień 1.1.1995 r. za pomocą zasad i stawek przewidzianych w rozporządzeniu ministra finansów.

3.6. Uwagi końcowe

Wyżej poruszane problemy należą do trudnych, szczególnie dla osób nie zajmujących się profesjonalnie problematyką ustalania wartości majątku trwałego. Wynika to między innymi z tego, że samo pojęcie majątku trwałego, w związku z funkcjonowaniem podmiotów gospodarczych w warunkach rynkowych, uległo istotnemu poszerzeniu.

Wymogi gospodarki rynkowej i przyjęcie standardów międzynarodowych związanych z prowadzeniem ksiąg rachunkowych spowodowało oraz będzie nadal prowadziło do potrzeby posługiwania się, w konkretnych sytuacjach, takimi pojęciami jak np. wartość firmy, z dodatkowym rozróżnieniem, kiedy jest to wartość dodatnia, kiedy zaś ujemna.

W rozważaniach o ustalaniu wartości majątku trwałego nie może brakować refleksji, że dla poszczególnych grup i rodzajów majątku stosowane są różne sposoby ustalania ich wartości (podstawy wyceny). Uczyniliśmy więc próbę zebrania ich i prezentacji w jednej tabeli. Pamiętać należy jednak, że jest to tabela syntetyczna, dlatego kierując się wynikającymi z niej wskazaniem, trzeba zawsze konfrontować te zapisy ze szczegółowymi, omówionymi w tekście rozwiązaniami, wynikającymi z ustawy o rachunkowości lub z aktualnego rozporządzenia ministra finansów (np. z dnia 17 stycznia 1997 r.).

Tabela 2

Majątek trwały: sposób ustalania i podstawa wyceny

Grupa i rodzaj majątku	Podstawa wyceny w grupie	Sposób ustalania wartości składnika	Uwagi
<p>1 Wartości niematerialne i prawne</p> <p>1. Koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym rozszerzeniu spółki</p> <p>2. Koszty zakończonych prac rozwojowych</p> <p>3. Wartość firmy: - dodatnia - ujemna</p> <p>4. Inne wartości niematerialne i prawne</p> <p>5. Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych</p>	<p>Wartość początkowa pomniejszona o umorzenie</p>	<p>Wartość początkowa zmniejszona o dotychczas dokonane odpisy amortyzacyjne. Wyceny dokonuje się w wartości netto tj. cenie nabycia praw lub koncie poszczególnych rozliczeń międzyokresowych, pomniejszonych o ich planowaną i nieplanowaną amortyzację.</p> <p>Wartość początkowa zmniejszona o dotychczas dokonane odpisy amortyzacyjne. Wartość początkowa obejmuje wyłącznie poniesione koszty zakończonych prac rozwojowych, a więc aplikacyjnych poprzedzających produkcję na rynek, których zwrot jest prawdopodobny po podjęciu zamierzonej produkcji.</p> <p>Różnica między ceną nabycia określonej jednostki (zorganizowanej części) a niższą od niej wartością rynkową składników majątkowych jednostki lub ich części</p> <p>Wartość księgową wszystkich składników majątku zakupionej Jednostki (organizowanej części), pomniejszona o przyjęte zobowiązania, jest niższa od ceny nabycia jednostki jako całości.</p> <p>Wartość początkowa pomniejszona o amortyzację (umorzenie) Wartość nominalna wpłaty</p>	<p>rozliczenia międzyokresowe czynne</p> <p>rozliczenia międzyokresowe bierne, okres rozliczeń do 6 lat</p>

<p>II Rzeczowy majątek trwały</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Grunty własne 2. Budynki i budowle 3. Urządzenia techniczne i maszyny 4. Środki transportu 5. Pozostałe środki trwałe 	<p>Wartość początkowa rzeczywista cena nabycia, koszt wytworzenia pomniejszone o amortyzację</p>	<p>Cena nabycia gruntów własnych służących do wydobycia kopalin metodą odkrywkową ustala się przez odjęcie od wartości początkowej odpisów amortyzacyjnych (umorzeń)</p> <p>Wartość początkowa, to jest rzeczywista cena ich nabycia lub koszt jej wytworzenia pomniejszona o amortyzację (umorzenie)</p> <p>Wartość księgowa netto tj wartość początkowa pomniejszona o planową i nieplanową amortyzację. Środki trwałe wycofane z eksploatacji lub przeznaczone do likwidacji w cenie księgowej netto, Jeżeli do końca roku nie nastąpi ich sprzedaż lub likwidacja w cenie sprzedaży netto. Przewidziane zakończenie działalności powoduje, że wycena środków trwałych i inwestycji rozpoczętych następuje po cenie sprzedaży netto, nie wyższej od ceny księgowej netto tych składników majątku.</p>	<p>Wartość początkowa, dotychczasowa naliczona amortyzacja środków trwałych może podlegać aktualizacji w celu uwzględnienie skutków inflacji</p>
<p>III Finansowy majątek trwały</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Udziały i akcje 2. Papiery wartościowe 3. Udzielone pożyczki długoterminowe 4. Inne składniki finansowego majątku trwałego 	<p>Cena nabycia, zaangażowany kapitał</p>	<p>W cenie nabycia nie wyższej od nominalnej, (łącznie z opłatami notarialnymi, skarbowymi, sądowymi, prowizjami biur maklerskich itp.) pomniejszonych o odpisy uzasadnione trwałą utratą ich wartości.</p> <p>Ceny nabycia lub gdy nie wypacza to sytuacji finansowej Jednostki w cenach zakupu, nie wyższych od ich cen sprzedaży netto. Ceną sprzedaży netto jest kurs giełdowy na dzień bilansowy, pomniejszony o prowizję maklera i inne koszty powstające przy sprzedaży papierów wartościowych</p> <p>W kwocie nie spłaconej na dany dzień (bilansowy) pożyczki, a więc kapitału powiększonego o odsetki</p> <p>Cena nabycia nie wyższa od ceny sprzedaży</p>	
<p>IV należności długoterminowe</p>		<p>Wartość nominalna z uwzględnieniem ustaleń umownych</p>	

WARTOŚĆ MAJĄTKU OBROTOWEGO

4.1. Majątek obrotowy - istota

Majątek obrotowy składa się z czterech grup. Wyróżniamy tu:

- zapasy,
- należności i roszczenia,
- papiery wartościowe przeznaczone do obrotu,
- środki pieniężne.

Majątek obrotowy, o czym już wspominaliśmy, obok majątku trwałego i rozliczeń międzyokresowych tworzy aktywa firmy¹. Ten fakt, z uwzględnieniem szczególnych zapisów dotyczących majątku obrotowego, można ująć graficznie, patrz rys. 6.

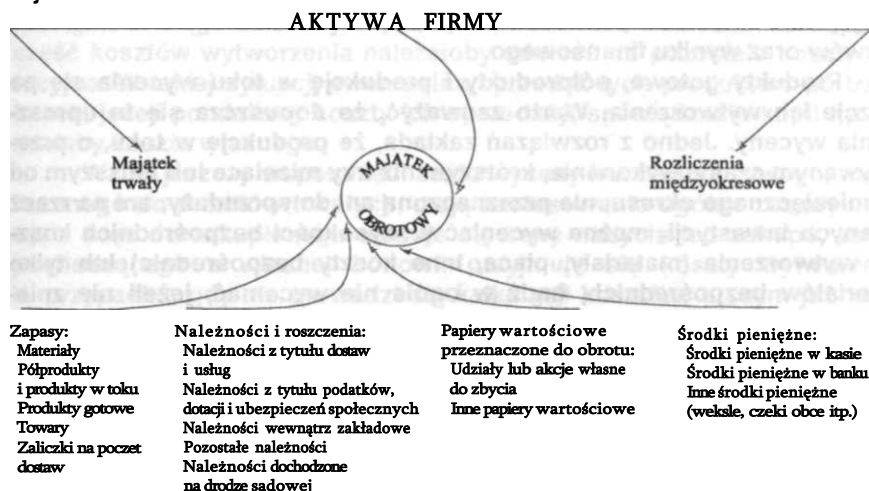
Z przedstawionego zapisu wynika, że pozycja „zapasy”, „należności i roszczenia”, „papiery wartościowe”, czy wreszcie „środki pieniężne” składają się z kilku grup, zaś nazwy tych grup są syntetycznym zapisem (tytułem) dla danej grupy. Nie każdy jednak tytuł ściśle oddaje treść wszystkich części składowych, które tworzą konkretny zbiór. Taka sytuacja występuje w grupie zapasy, gdzie tytuł ogólny (grupy) jest adekwatny dla czterech pierwszych pozycji (materiały, półprodukty i produkty w toku, produkty gotowe, towary) nie jest natomiast odpowiedni dla zaliczek na poczet dostaw. W tym ostatnim przypadku nie mamy zapasu konkretnych dóbr w ich postaci rzeczowej, mamy natomiast zapis związany z zaliczkowym wydatkowaniem środków pieniężnych po to by taki zapas powstał. Mamy więc sytuację obrazującą stan przejściowy wydatkowanych już środków pieniężnych z nieotrzymaniem jeszcze dostawy. Jest to zapis wyrażający wiązanie środków pieniężnych z nabyciem rzeczowych składników środków obrotowych, które przybiorą w przyszłości postać konkretnego zapasu (materiałów, towarów itp).

4.2. Rzeczowy majątek obrotowy

Z przedstawionego opisu wynika, że w przypadku majątku obrotowego, podobnie jak w majątku trwałym, występują rzeczowe i nie mające postaci rzeczy składniki majątkowe. Warto zauważyć, że te składniki ma-

¹ Por. H. Zalewski: *Wartość majątku obrotowego*, Agroproglog, 1996, nr 6

jątku obrotowego, które mają postać rzeczy są zwykle mniej płynne od tych, które nie mają postaci rzeczowej. Także ta grupa, która nie ma postaci rzeczowej z punktu widzenia płynności nie jest jednorodna. Najbardziej płynne są te aktywa, które zaliczamy do środków pieniężnych. Przy tym można również i w tej grupie dopatrywać się różnic. Nie każdy bowiem weksel lub czek obcy można natychmiast zamienić na płynną postać gotówkową. Idzie po prostu o to, że zamiana jednego rodzaju aktywów na inny bardziej lub najbardziej płynny wiąże się zwykle lub może się wiązać z kosztami (stratami), czyli zmianą (zwykle ujemną) ich wartości nominalnej.



Rys. 6. Aktywa firmy (majątek obrotowy)

Źródło: opracowanie własne

Te ogólne spostrzeżenia wiążą się z problemami ustalania wartości dla poszczególnych składników majątku w różnych warunkach. Inną wartość może mieć ten sam składnik majątku obrotowego w sytuacji, gdy jest on wkomponowany w sprawnie (prawidłowo) funkcjonujący mechanizm gospodarczy konkretnej firmy, inną zaś wówczas, gdy istnieje pilna potrzeba jego spieniężenia (upłynnienia). Celem naszych rozważań w tym miejscu nie jest jednak określona sytuacja w jakiej trzeba dokonywać pilnego upłynnienia różnych składników majątku obrotowego. Zadanie jakie postawiliśmy dotyczy natomiast tego, jak ustalać wartość poszczególnych składników majątku obrotowego w ogóle.

Zasady wyceny rzeczowych składników majątku obrotowego, a więc materiałów nabytych w celu zużycia na własne potrzeby, towarów przeznaczonych do sprzedaży w stanie nie przetworzonym oraz wytworzonych lub przetworzonych przez dany podmiot gospodarczy, nadających się do

sprzedaży produktów gotowych (wyrobów, usług, robót), półproduktów i produkcji w toku, polegają na tym, że ich wartość przyjmuje się według cen nabycia lub kosztów wytworzenia, nie wyższych jednak od ich cen sprzedaży netto.

Krótko to ujmując można stwierdzić, że podstawową regułą jest wycena składników rzeczowego majątku obrotowego po rzeczywistych cenach ich nabycia lub kosztach wytworzenia, nie wyższych jednak od cen sprzedaży netto tych składników. Wynika z tego, że materiały i towary wycenia się według cen nabycia. Mogą być one wyceniane również w cenach zakupu, a więc łącznie z podatkiem akcyzowym i cłem, jednak bez uwzględnienia w nich kosztów zakupu, jeżeli nie zniekształca to stanu aktywów oraz wyniku finansowego.

Produkty gotowe, półprodukty i produkcję w toku wycenia się po koszcie ich wytworzenia. Warto zauważyć, że dopuszcza się tu uproszczenia wyceny. Jedno z rozwiązań zakłada, że produkcję w toku, o przewidywanym czasie wykonania, krótszym niż trzy miesiące lub dłuższym od trzymiesięcznego okresu, nie przeznaczoną ani do sprzedaży, ani na rzecz własnych inwestycji, można wyceniać w wysokości bezpośrednich kosztów wytworzenia (materiały, płace, inne koszty bezpośrednie) lub tylko materiałów bezpośrednich, bądź w ogóle nie wyceniać, jeżeli nie zniekształca to stanu aktywów i wyniku finansowego. Innymi słowy, nie dolicza się do produkcji w toku części poniesionych w danym okresie kosztów, lecz obciąża w całości koszty produktów gotowych lub półproduktów.

Drugie rozwiązanie przewiduje, że można nie wyceniać w ogóle produkcji rolnej w toku.

Trzecie wreszcie wskazuje, że można produkty gotowe, produkty i produkcję w toku wyceniać po cenach sprzedaży, takiego samego lub podobnego przedmiotu, pomniejszonych o przeciętnie osiągniany przy sprzedaży zysk, a w dla produkcji w toku także uwzględnić stopień jej przetworzenia, gdy nie można ustalić kosztu wytworzenia - dotyczy to, na przykład produktów ubocznych lub gdy nie dokonuje się kalkulacji kosztów wytworzenia².

Warto zwrócić uwagę, że szczególne problemy stwarza wycena stopniowo sprzedawanych produktów wielokrotnego użytku różnym odbiorcom, na przykład tego samego oprogramowania użytkowego komputerów, identycznych projektów typowych. Dla ustalenia wartości zapasu zgodnie z postanowieniami ustawy o rachunkowości w pierwszej kolejności trzeba ustalić przez jaki okres trwa (istnieje) ich wartość użytkowa, licząc od daty gotowości ich do sprzedaży. Przyjmijmy założenie, że będą to trzy lata (36 miesięcy).

² Szczegółowe opisy związane z wyceną produkcji w toku, z uwzględnieniem produkcji budowlano - montażowej, znaleźć można w artykule Z. Fedaka *Wycena aktywów i pasywów oraz ustalanie wyniku finansowego. Rachunkowość, Zeszyt specjalny 1994*

Na koszt własny sprzedaży odpisuje się bieżąco taką część kosztów wytworzenia tych produktów, jaką stanowi różnica między przychodami z ich sprzedaży a różnymi dodatkowymi kosztami niezbędnymi do tego, by sprzedaż taka doszła do skutku (koszty sprzedaży, koszty sporządzenia kopii). Wartość zapasów takich produktów wycenia się zatem w wysokości nadwyżki kosztów ich wytworzenia nad przychodami z ich sprzedaży według cen sprzedaży netto. Wynika z tego, że do czasu pokrycia przychodami netto kosztów wytworzenia tych produktów nie jest realizowany żaden wynik na ich sprzedaży. Wynik powstaje dopiero wówczas, gdy przychody netto pokryją z nadwyżką koszty wytworzenia. Gdyby to nie nastąpiło w ciągu założonych przez nas trzech lat, wówczas nie odpisaną część kosztów wytworzenia należałoby odnieść na pozostałe koszty operacyjne. W takiej sytuacji ewentualna sprzedaż tych produktów po trzech latach, jeżeli pominiemy koszty ich sprzedaży, sporządzenia kopii itp., nie miałaby kosztu własnego.

Warto jeszcze wspomnieć, że do wyceny inwentarza żywego, nie zaliczanego do środków trwałych, mają zastosowanie ogólne zasady wyceny, a więc do zakupionego stosuje się ceny nabycia lub zakupu, zaś do pochodzącego z własnej hodowli przyjmuje się koszty wytworzenia. W przypadku, gdy nie prowadzi się kalkulacji kosztów, o czym już wspomniano, wycena może nastąpić po cenie sprzedaży pomniejszonej o zysk.

Uwzględniając to, że w ciągu roku obrotowego mogą się wahać ceny nabycia lub zakupu materiałów i towarów lub koszt wytworzenia produktów, wycena stanu końcowego zapasu, na dzień sporządzenia bilansu lub wyceny, może nastąpić przy zastosowaniu:

- cen przeciętnych,
- zasady „pierwsze przyszło - pierwsze wyszło”,
- zasady „ostatnie przyszło - pierwsze wyszło” .

Z ustawy o rachunkowości wynika możliwość dokonywania wyceny składników zapasów w drodze szczegółowej identyfikacji rzeczywistych ich cen lub kosztów, dotyczy to jednak przypadków, gdy zapasy takie przeznaczone są do ściśle określonych przedsięwzięć. I tak, na przykład półfabrykaty z kooperacji albo materiały nabyte do ściśle określonego zamówienia (zlecenia produkcyjnego), wycenia się po ich rzeczywistej cenie zakupu także wówczas, gdy dla innego zamówienia identyczne lub bardzo podobne materiały nabyte zostały po innej cenie.

³ Przy dokonywaniu takiej wyceny możliwe jest traktowanie jako jednego rodzaju materiału, towaru czy produktu różnych ich asortymentów pod warunkiem, że są one podobne rodzajem lub przeznaczeniem - służą do tego samego celu.

Dodajmy jeszcze, że zgodnie z zasadą ostrożności, ustalone ceny nabycia, zakupu lub koszt wytworzenia obniża się do ceny sprzedaży netto, jeżeli jest ona niższa od tych cen i kosztów.

Dokonując wyceny omawianych tu składników majątku obrotowego trzeba brać pod uwagę następujące przypadki:

- pierwszy, dotyczy sytuacji, gdy określone składniki zapasów utraciły swoją wartość użytkową na skutek uszkodzenia, zepsucia, przeterminowania,
- drugi, gdy występują nadmierne zapasy materiałów, przekraczające potrzeby danej jednostki, a więc dla niej nieprzydatne,
- trzeci, gdy ceny rynkowe zapasów, czy to na skutek wahań kursów giełdowych (np. wełna, kauczuk, miedź), czy obniżki cen, spowodowane konkurencją - maleją, a może to dotyczyć zarówno cen zakupu, jak i sprzedaży,
- czwarty wreszcie, odnosi się do sytuacji, gdy towary lub produkty gotowe zalegają dłużej niż rok, a więc nie znajdują zbytu.

Każdy z tych przypadków powoduje potrzebę określonego postępowania. I tak:

- w pierwszym przypadku, następuje bezwzględna zmiana cen nabycia, zakupu lub kosztów wytworzenia materiału, towaru lub produktu na ceny sprzedaży netto, przy czym możliwa do uzyskania za te przedmioty cena rynkowa, przekształcana następnie w cenę sprzedaży netto, wymaga oszacowania. W krańcowej sytuacji zapas ma wartość odpadową (złomową) lub w ogóle nie przedstawia żadnej wartości,
- w drugim przypadku wartość zbędnych materiałów, które wymagają upłynnienia wycenia się po ich cenach sprzedaży netto, a więc cenach możliwych do uzyskania. Może to powodować, że część materiałów jest wyceniona po cenach nabycia lub zakupu, część zaś po niższych cenach sprzedaży netto.
- w trzecim przypadku ustalenie cen sprzedaży netto materiałów, towarów lub produktów gotowych nie sprawia trudności, bowiem zmiana poziomu cen musi wpływać na ceny rynkowe*.

* Międzynarodowy Standard Rachunkowości nr 2 „Zapasy” przewiduje, że materiały podstawowe i materiały pomocnicze zakupione w celu zużycia do produkcji, gdy nie stanowią nadmiernego zapasu, nie są pomimo obniżki cen odpisywane poniżej ceny ich nabycia lub

4.3. Należności i roszczenia

Drugą grupą aktywów w ramach majątku obrotowego firmy są należności i roszczenia. Zanim przejdziemy do omówienia sposobów wyceny tej grupy aktywów warto przypomnieć, że ustawodawca pod pojęciem należności i zobowiązań z tytułu dostaw robót i usług, rozrachunków z pracownikami, właścicielami, publicznoprawnymi i pozostałymi, rozumie także udzielone i przyjęte pożyczki, w tym pożyczki przyjęte od banków (kredyty), zalicza tu również zobowiązania zaciągnięte drogą emisji obligacji oraz weksli własnych.

Należności i zobowiązania mogą być przy tym krótkoterminowe, to jest takie, których okres spłaty na dany dzień bilansowy nie jest dłuższy niż rok. Takie należności zalicza się do środków obrotowych. Pod pojęciem należności i zobowiązań długoterminowych rozumie się natomiast należności lub zobowiązania, których okres spłaty na dzień bilansowy jest dłuższy niż rok. Ta grupa należności stanowi jak wiemy wyodrębniony składnik majątku trwałego firmy. Warto dodać, że opisany podział należności na krótkoterminowe i długoterminowe nie ma wpływu na sposób ich wyceny.

Należności i zobowiązania wycenia się w kwocie wymagającej zapłaty przy uwzględnieniu, co jest oczywiste, zasady ostrożnej wyceny.

Gdy na daną należność składa się wyłącznie należność główna (np. suma faktury z tytułu sprzedaży) sposób ustalania należności jest prosty. Jest to należność pomniejszona o:

- wypłacone zaliczki na poczet dostaw,
- kwoty tych zobowiązań wobec tego samego kontrahenta, które zgodnie z Kodeksem Cywilnym lub innymi obowiązującymi przepisami mogą być potrącone od należności.

Komplikuje się już jednak wycena należności z tytułu udzielonej pożyczki .dotyczy to sytuacji, gdy zwrotowi podlega należność główna wraz z odsetkami. Występuje tu problem, czy odsetki od pożyczek o stałej wy-

zakupu, jeżeli oczekuje się, że wyroby gotowe i usługi, w skład których materiały te wejdą, zostaną sprzedane po cenie zapewniającej co najmniej pokrycie kosztów własnych tych wyrobów i usług. Jeżeli natomiast obniżenie aktualnych cen zakupu materiałów wskazuje, że w ślad za tym obniżą się ceny wyrobów czy usług, a to nie pozwoli na pokrycie kosztów własnych, wówczas obniża się także ceny materiałów do cen stosowanych przy ich zakupie w nowych warunkach, a więc cen sprzedaży netto, które w stosunku do materiałów podwyższa się o przeciętne koszty zakupu. Zastąpienie ceny nabycia lub zakupu materiału niższą ceną nie uzasadnia okoliczność, że w międzyczasie stworzyły się możliwości zakupu takich samych materiałów po niższych cenach.

sokości stają się należnością w momencie, kiedy powstaje obowiązek ich zapłaty zgodnie z umową, czy też stopniowo, w miarę ich narastania, nawet jeżeli termin płatności jeszcze nie zapadł. Zrozumiałe jest przy tym, że inaczej to wygląda od strony należności inaczej zaś, gdy mamy do czynienia ze zobowiązaniami.

W myśl zasady „memoriału” odsetki od pożyczek o stałym oprocentowaniu zalicza się do przychodów w miarę upływu czasu, bez względu na to, czy umowny termin ich płatności już zapadł czy nie, dzieje się tak dlatego, aby w sposób kompletny wykazać przychody powstałe w danym roku obrotowym. Dodajmy, że odsetki takie stają się należnością dopiero od momentu, kiedy zgodnie z umową następuje obciążenie nimi kontrahenta.

Zbliżoną do opisanej wątpliwość może budzić sprawa naliczania odsetek za zwłokę w zapłacie należności. Również i w tym przypadku wysokość tych odsetek należy ustalać na określony dzień (dzień bilansowy), zwiększając o nie należności i przychody finansowe.

Ten rodzaj należności, który dotyczy przychodu finansowego związanego z dywidendą powstaje z chwilą uprawomocnienia się uchwały zgromadzenia wspólników lub zgromadzenia wspólników bądź spółdzielni, w której udziały lub akcje ma dana firma. Uchwała taka w każdym przypadku określa wysokość oraz sposób i termin wypłaty dywidendy.

Ostrożność, przy wycenie, nakazuje zaktualizowanie figurujących w księgach rachunkowych kwot należności, po to by wykazać je w realnej wysokości¹.

Na zakończenie tego fragmentu opisu dodajmy, że należności i zobowiązania wyrażone w walucie obcej wycenia się w ciągu roku po średnim kursie, ustalonym przez Prezesa NBP, obowiązującym na dany dzień przeprowadzania operacji. Na koniec roku wyrażone w walutach obcych należności i zobowiązania przelicza się według średniego kursu ustalonego przez Prezesa NBP, obowiązującego na dzień bilansowy.

4.4. Papiery wartościowe

Udziały, akcje i inne papiery wartościowe dzieli się w zależności od celu ich utrzymywania przez dany podmiot gospodarczy. Mogą to być lokaty i wówczas zalicza się je do finansowego majątku trwałego lub przeznaczone do obrotu, wówczas są one składnikami majątku obrotowego.

Finansowym majątkiem trwałym są w szczególności:

¹ Nie zalicza się do aktywów należności i roszczeń przedawnionych, umorzonych i nieściągalnych. Jest to w pełni zrozumiałe. Z istoty aktywów wynika, bowiem, że zalicza się do nich tylko składniki majątkowe, które przedstawiają wartość gospodarczą, a zatem także rynkową.

- udziały i akcje służące do trwałego wywierania wpływu na bieg interesów innej jednostki, może to być jednostka zależna lub stowarzyszona,
- akcje i inne długoterminowe papiery wartościowe, a więc takie, których termin wykupu przypada co najmniej po upływie roku od dnia bilansowego, mające za zadanie trwałe przyniesienie dochodu o stałej lub zmiennej wysokości np. bony skarbowe, pożyczki państwowe, obligacje, listy zastawne, udziały w funduszach powierniczych.

Do lokat nie zalicza się:

- przejściowo posiadanych udziałów i akcji we własnej jednostce, nabytych w drodze egzekucji udziałowca, w celu umorzenia lub w związku z łączeniem się spółek,
- długoterminowych papierów wartościowych, jeżeli zakupiono je z myślą o późniejszej odsprzedaży tj. w sytuacji gdy przeznaczono je do obrotu.

Do papierów wartościowych zaliczanych do obrotu, a przez to do majątku obrotowego, należą przeznaczone do odsprzedaży: długoterminowe papiery wartościowe, akcje, obligacje, bony skarbowe itp. a także czeki i weksle obce, płatne w okresie dłuższym niż trzy miesiące od daty ich wystawienia.

Dłużne papiery wartościowe mogą stanowić lokaty lub być przedmiotem obrotu. Są to papiery wartościowe reprezentujące wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone, płatne we wskazanych terminach. Zalicza się tu w szczególności obligacje oraz bony skarbowe, należą tu także papiery wartościowe reprezentujące wierzytelności pieniężne uwarunkowane przez zaistnienie zdarzeń losowych m.in. losy loteryjne, polisy ubezpieczeniowe.

Lokaty, udziały w innych jednostkach, akcje i inne długoterminowe papiery wartościowe, z wyjątkiem dłużnych, wycenia się w cenach ich nabycia tj. łącznie z opłatami notarialnymi, skarbowymi, sądowymi, prowizjami biur maklerskich pomniejszonych o odpisy, uzasadnione trwałą utratą ich wartości.

Zaliczane do majątku obrotowego obce papiery wartościowe wycenia się w cenach ich nabycia lub w przypadku, gdy nie zniekształca to sytuacji finansowej danej jednostki, w cenach zakupu, nie wyższych jednak niż ich ceny sprzedaży netto.

Ceną sprzedaży netto może być np. kurs giełdowy na dzień bilansowy, pomniejszany o prowizję maklera i inne koszty powstające przy sprzedaży papierów wartościowych. W przypadku, gdy tego samego ro-

dzaju papiery wartościowe zostały zakupione po różnych cenach, a następnie sprzedane, to ich pozostałość można wycenić stosując zasadę:

- cen przeciętnych,
- pierwsze przyszło - pierwsze wyszło,
- ostatnie przyszło - pierwsze wyszło.

Udziały i akcje własne jednostki wycenia się w cenie nabycia, nie wyższej od nominalnej.

Dłużne papiery wartościowe, zaliczane zarówno do lokat jak i przeznaczane do obrotu, wycenia się na dzień bilansowy w cenach sprzedaży, z reguły wyższych od cen nabycia, zatem odmiennie od tego co przewiduje zasada realizacji. Rozwiązania rachunkowe przewidują, że różnice między ceną nabycia lub zakupu tych papierów a aktualną ceną ich sprzedaży na dzień bilansowy zalicza się do przychodów lub kosztów finansowych.

Jeżeli udziały i papiery wartościowe są wyrażone w walutach obcych, wówczas:

- lokaty takie wycenia się na dzień bilansowy po kursie, po którym nastąpił ich zakup, przy ustaleniu, czy na dzień bilansowy nie nastąpiła trwała utrata ich wartości, papiery te wycenia się według średniego kursu danej waluty, ustalonego przez Prezesa NBP,
- papiery wartościowe przeznaczone do obrotu, wycenia się na dzień bilansowy po średnim kursie danej waluty ustalonym przez Prezesa NBP. W momencie zakupu, takie papiery wartościowe wycenia się po rzeczywistym kursie ich zakupu.

4.5. Środki pieniężne

Środki pieniężne obejmują pieniądze oraz jednostki pieniężne (rachunkowe) krajowe i zagraniczne (np. ECU), tak w gotówce w postaci banknotów i monet, jak i weksle obce, płatne w okresie nie dłuższym niż trzy miesiące od daty ich wystawienia oraz metale szlachetne, w przypadku gdy nie zalicza się ich do zapasów materiałów, towarów lub półproduktów.

Ustawa o rachunkowości wskazuje na sposób wyceny środków pieniężnych. Wynika z nich, że środki pieniężne wycenia się w ich wartości nominalnej.

Wartość nominalna środków zgromadzonych w bankach obejmuje doliczone lub ewentualnie potrącone przez bank odsetki, które stanowią odpowiednio przychody lub koszty finansowe. Wyjątek od tej zasady dotyczy odsetek od środków zakładowego funduszu świadczeń socjalnych,

które w myśl przepisów o tym funduszu zwiększają lub zmniejszają poziom środków na nim zgromadzonych.

Wykazywanie obcych czeków i weksli w wartości nominalnej powoduje, że uwzględniając dyskonto, różnica między ich wartością nominalną a niższą kwotą należności, której pokryciu służą, stanowi przychód finansowy już w momencie otrzymania tych dokumentów.

Metale szlachetne wykazuje się w cenie ich nabycia, nie wyższej od ceny sprzedaży netto. Cenę tę wyznacza kurs giełdowy, może to być kurs giełdy zagranicznej.

Wyrażone w walutach obcych środki pieniężne wycenia się na dzień bilansowy, po obowiązującym na ten dzień średnim kursie ustalonym przez Prezesa NBP. Powstałe w związku z tym różnice kursowe zalicza się do przychodów lub kosztów finansowych.

W ciągu roku obrotowego środki pieniężne wyrażone w walutach obcych wycenia się po kursie kupna lub sprzedaży tego banku, w którym jednostka zakupiła te środki lub któremu je sprzedała.

ROZDZIAŁ V

ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ FIRMY

5.1. Wartość firmy

Pojęcie wartości firmy jest dość abstrakcyjne i trudne w sposób jednoznaczny do uchwycenia. Nic więc dziwnego, iż nastęrcza w dzisiejszych czasach tyle kontrowersji i kłopotów. Sytuacja jest tym bardziej interesująca, jeżeli zdamy sobie sprawę z coraz większego znaczenia, jakie obecnie odgrywa to pojęcie w zarządzaniu.

Jednym z celów, które powinni formułować menedżerowie współczesnych firm jest podnoszenie wartości firmy. W procesie budowy gospodarki rynkowej, z którym mamy obecnie w Polsce do czynienia, pojawia się szansa świadomego wpływania na kształtowanie się wartości firmy. Konieczność podnoszenia wartości jest często w sposób bezpośredni narzucona przez właściciela lub właścicieli firmy, ale może też pojawiać się w wyniku stosowania procedury planowania i zarządzania strategicznego⁴.

⁴ W dzisiejszych czasach powstała nawet koncepcja strategii firmy, w której głównym kryterium oceny jej efektywności jest właśnie wartość firmy. Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu*.

Dla przykładu w realizowanym obecnie w Polsce Programie Powszeczhnej Prywatyzacji, wartość jest jednym z najistotniejszych kryteriów oceny firm zarządzających Narodowymi Funduszami Inwestycyjnymi. Według zgodnej opinii ekonomistów wartość firmy stanowi bardzo ważny element oceny kadry menedżerskiej.

Realizując procedurę planowania i zarządzania strategicznego wskazanym jest doprowadzenie do sytuacji w której jednym z celów dostrzeganych przez menedżerów będzie podnoszenie wartości firmy. Jeśli tak się stanie to możliwe będzie podjęcie kroków, aby działalność na rzecz wzrostu wartości przybrała charakter zinstytucjonalizowanych, formalnych posunięć, mających swe oparcie w strukturze organizacyjnej i regulaminie organizacyjnym. Działania na rzecz podnoszenia wartości firmy nie są bowiem jakimś „mitycznym procesem” zarezerwowanym jedynie dla wtajemniczonych analityków giełdowych, ale mogą się stać jednym z podstawowych zadań komórek finansowych przedsiębiorstwa. Widać więc, iż problem szeroko zakrojonych działań zwanych zarządzaniem wartością firmy, a także jej aproksymacja, staje się coraz istotniejszy w dzisiejszym kierowaniu przedsiębiorstwem oraz codziennym życiu gospodarczym.

Definicja wartości firmy jest szeroko dyskutowana w literaturze, co jest niewątpliwie wynikiem niejednoznaczności samego pojęcia wartość, jak i całego pojęcia wartość firmy. „Wartość firmy, która jest przedmiotem sprzedaży, jest niczym innym jak prawdopodobieństwem, że starzy klienci powrócą na stare miejsce nawet wtedy, gdy starego kupca czy sklepikarza już nie będzie”. Jest to dość ciekawa, czy nawet oryginalna, definicja, która zwraca uwagę na kilka istotnych elementów. Z definicji tej można wyciągnąć kilka wniosków. Wartość firmy jest po prostu siłą przedsiębiorstwa do przyciągania klientów a w dalszej perspektywie do generowania nadwyżki finansowej. Z czego wynika ta wartość? Z wielu czynników. Podstawowe z nich to ugruntowana pozycja na rynku, stali klienci, wyrobiona opinia, reputacja. Te z kolei czynniki są wynikiem sprawnego systemu zarządzania, dobrze wyszkolonej kadry, nowoczesnego wyposażenia itp. I one decydują o sile firmy do generowania zysków.

Pojęcie wartości można rozpatrywać w wielu znaczeniach. Inaczej jest ono rozumiane w języku potocznym, inaczej w naukach ekonomicznych, inaczej w naukach filozoficznych. Prześledźmy więc różne koncepcje wartości.

Słownik języka polskiego⁸ definiuje wartość jako to „... ile coś jest warte...”, jest to więc swoista cecha pewnego, abstrakcyjnego przedmiotu.

niu przedsiębiorstwem, tom 2. Red. L. Bednarski i T. Waśniowski Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 299

⁷ Por. A. Kamela - Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s.25

⁸ Por. *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1968

Nauka filozofii rozumie wartość jako „...wszystko co godne by o to zabiegać...”. Rozróżnia też dwa aspekty wartości. Pierwszy, postrzegający wartość, jako coś co jest uzależnione od tego jakie jest pragnienie osoby pozostającej w zależności z danym przedmiotem („...wartość jest tym większa im większe jest nasze pragnienie...”), jest to tzw. ujęcie dynamiczne. Drugie z kolei to ujęcie statyczne lub obiektywne, kładzie nacisk na społeczny, tradycyjny, właściwy wszystkim ludziom charakter wartości na przykład kultury, uczciwości, wierności itp. Dla nas istotniejszym będzie ujęcie dynamiczne, jako że postrzega wartość w połączeniu z przedmiotem. Nauka ekonomii postrzega wartość z punktu widzenia użyteczności, czyli stopnia satysfakcji jaki można osiągnąć z posiadania danego dobra. Mamy tu więc położony akcent na subiektywną stronę wartości. Podobnie jak w ujęciu dynamicznym definicji filozoficznej, jest ona uzależniona od indywidualnych preferencji konsumenta. Dla jednej osoby pewien przedmiot będzie przedstawiał dużą wartość, podczas gdy dla innej będzie kompletnie bezwartościowy. Jest to zrozumiałe i oczywiste, wynika bowiem z zależności jaka zachodzi między potencjalnym nabywcą a danym przedmiotem. Owa zależność stanowi pochodną faktu, co dla tej osoby znaczy dany przedmiot, czy w końcu jaki użytek z owego przedmiotu zrobi ta osoba i jakie korzyści w efekcie przyniesie jej ów przedmiot. Nie można w zasadzie mówić o wartości jako pojęciu abstrakcyjnym w oderwaniu od innego czynnika jakim jest np. posiadacz danego dobra, którego wartość się bada. Należy rozpatrywać ją w ścisłym powiązaniu z nim.

Fakt, iż wartość jakiegoś dobra powiązana jest ściśle z jego posiadaczem implikuje jej kolejną cechę, a mianowicie to, iż jest ona uzależniona od tego, w jakim stopniu będzie dana rzecz spełniać oczekiwania posiadacza, a także w jakim stopniu i w jaki sposób będzie ona spełniać swoje własne naturalne funkcje. D. Zarzecki¹ w swoich rozważaniach podaje wiele definicji wartości. Zwraca uwagę na dość istotny fakt, iż wartość jest wielkością wyrażoną w pieniądzu.

Dla nas wiążącym będzie aspekt ekonomiczny wartości, z zachowaniem podejścia dynamicznego filozofii z uwagi na fakt, że rozpatrywać będziemy wartość firmy, która jest przedmiotem badań przede wszystkim nauk ekonomicznych. Chcemy zauważyć, że zarządzania wartością firmy nie powinno się utożsamiać z operacjami finansowymi, na przykład dokonywanymi na giełdzie. Przede wszystkim są to działania wynikające z wdrożenia do zarządzania strategicznego pojęcia „zarządzanie wartością firmy”, czyli wykreowania wśród wielu celów strategicznych również wiązki celów związanych bezpośrednio z wartością firmy. Konsekwencją

¹ Por. J. Didier *Słownik filozofii*

² Tamże

³ Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, tom 2 Praca zbiorowa pod redakcją L. Bednarskiego i T. Waśniewskiego Fundacja rozwoju rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996 str. 284

takiego podejścia jest uwzględnianie w planach operacyjnych, a więc planach omawiających sposoby i techniki realizacji nakreślonych celów strategicznych, działań podnoszących wartość przedsiębiorstwa.

Zarządzanie wartością firmy obejmuje w zasadzie trzy etapy:

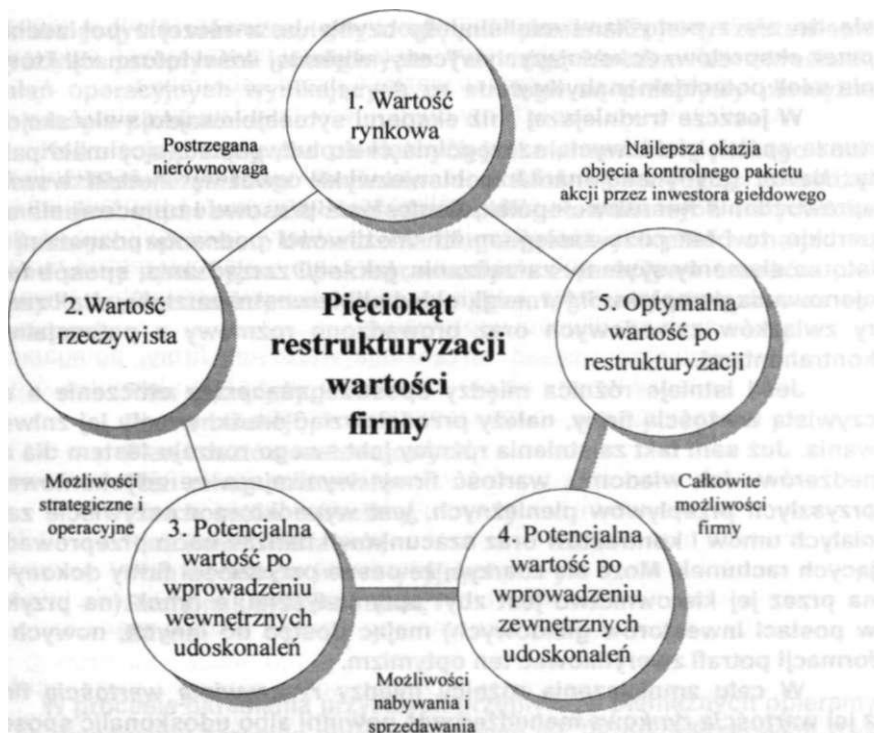
- ocenę wartości polegającej na dokonywaniu szacowania wartości firmy, ocenę możliwości dokonywania usprawnień, planowania i zarządzania strategicznego i operacyjnego,
- działania polegające na wdrażaniu planów restrukturyzacji wartości firmy z wykorzystaniem wewnętrznych i zewnętrznych możliwości usprawnień,
- wdrażanie zasad zarządzania wartością firmy, polegających między innymi na określaniu roli wszystkich komórek organizacyjnych w podnoszeniu jej wartości.

Wartość firmy jest szczególnie istotna w momencie ewentualnej sprzedaży jej w całości lub w części. Może także odgrywać istotną rolę przy ewentualnym tworzeniu wspólnych przedsięwzięć, w których firma jest w całości lub w części wnoszona do nowej spółki lub w przypadku zaciągania kredytów długoterminowych, pod zastaw akcji lub udziałów albo choćby - jak wcześniej wspomniano - oceny jakości pracy kadry zarządzającej.

Współcześni menedżerowie, zdając sobie sprawę z ważności tego zagadnienia dążą do podnoszenia wartości firmy. Jak podają T. Copeland, T. Koller i J. Murrin „Wartość firmy (czyli zdyskontowane przepływy gotówkowe) jest najlepszym miernikiem, ponieważ jej oszacowanie wymaga pełnych informacji. Aby zrozumieć proces tworzenia wartości, należy śledzić działanie firmy w długim okresie, wziąć pod uwagę wszystkie przepływy gotówkowe z rachunku zysków i strat oraz z bilansu, a także zrozumieć, w jaki sposób porównywać skorygowane o ryzyko przepływy gotówkowe z różnych okresów. Prawie niemożliwe jest podejmowanie trafnych decyzji, gdy nie ma się dostępu do pełnych informacji, a żaden inny miernik efektywności nie uwzględnia wszystkich danych i nie jest tak wszechstronny jak wartość”¹².

Na rysunku 7 przedstawiamy sposób postępowania przy planowaniu działań zmierzających do podniesienia wartości firmy. Działania te powinny przybrać formę następujących po sobie kroków, które obrazowo można przedstawić w postaci *pięciokąta restrukturyzacji wartości firmy*.

¹²Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy* WIG PRESS, Warszawa 1997, op. cit. s.21



Rys. 7 Pięciokąt restrukturyzacji wartości firmy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie T. Copeland, T. Koller, J. Murrin *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Inc. 1990, str. 249

5.2. Wartość rzeczywista

Pierwszym zadaniem przy kreowaniu wartości firmy jest zbadanie różnicy między jej *wartością rzeczywistą*, wynikającą z oszacowania zdyskontowanych przepływów pieniężnych, a bieżącą *wartością rynkową*, wynikającą z wartości akcji na giełdzie papierów wartościowych lub ofert zakupu firmy przez potencjalnych nabywców. Różnica ta może osiągnąć wartość dodatnią lub ujemną. W obu przypadkach, najczęstszym powodem jej powstania jest posiadanie przez menedżerów oraz inwestorów zewnętrznych, innych lub niepełnych informacji o stanie istniejącym i przyszłości firmy. Sytuacja ta była (i jest do dziś) widoczna przy prywatyzacji polskich przedsiębiorstw. Dokonywane przez ekspertów wyceny wartości przedsiębiorstw były często niezgodne z szacunkami dokonywanymi przez rynek. Można postawić pytanie czy eksperci się mylili? Wydaje się, że nie z pomyłkami mieliśmy do czynienia, a raczej z posiadaniem

się, że nie z pomyłkami mieliśmy do czynienia, a raczej z posiadaniem przez ekspertów- dokonujących wyceny- większej ilości informacji których nie mieli potencjalni nabywcy.

W jeszcze trudniejszej niż eksperci sytuacji znajdują się akcjonariusze spółek giełdowych, szczególnie ci drobni, posiadający małe pakiety. Nawet gdyby akcjonariusze ci niezwykle uważnie śledzili wszelkie sprawozdania finansowe spółek, doniesienia prasowe i opracowania eksperckie, to i tak poza zasięgiem ich możliwości poznania pozostaną tak istotne elementy systemu zarządzania, jak: styl zarządzania, sposób funkcjonowania przepływu informacji, układ sił wewnątrz zarządu, siła i zamiary związków zawodowych oraz prowadzone rozmowy z potencjalnymi kontrahentami.

Jeśli istnieje różnica między spostrzeganą przez otoczenie a rzeczywistą wartością firmy, należy przedsięwziąć środki w celu jej zniwelowania. Już sam fakt zaistnienia różnicy jest swego rodzaju testem dla menedżerów. Jak wiadomo, wartość firmy, wynikająca ze zdyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, jest wypadkową rzeczywiście zaistniałych umów i kontraktów oraz szacunków i nadziei osób przeprowadzających rachunek. Może się zdarzyć, że ocena przyszłości firmy dokonywana przez jej kierownictwo jest zbyt optymistyczna, a rynek (na przykład w postaci inwestorów giełdowych) mając dostęp do innych, nowych informacji potrafi zweryfikować ten optymizm.

W celu zmniejszenia różnicy między *rzeczywistą wartością* firmy a jej *wartością rynkową* menedżerowie powinni albo udoskonalić sposoby komunikacji z otoczeniem, albo efektywniej zarządzać posiadanymi aktywami.

5.3. Potencjalna wartość firmy po wprowadzeniu udoskonaleń wewnętrznych

Działania powyższe są bezpośrednio związane z dążeniem do osiągnięcia wzrostu wartości dzięki dokonywaniu wewnętrznych udoskonaleń czyli dążeniu do stanu nazwanego przez nas *potencjalną wartością po wprowadzeniu wewnętrznych udoskonaleń*. Sposobami wprowadzania wewnętrznych udoskonaleń są na przykład wzrost wolumenu sprzedaży, obniżka kosztów, spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy czy redefinicja potrzeb w zakresie inwestycji. Dokładną listę działań pozwalających na dokonanie wewnętrznych udoskonaleń można sporządzić podczas dokonywania kalkulacji przyszłych przepływów pieniężnych.

Uprawnione wydaje się twierdzenie, że dokonanie jakichkolwiek wewnętrznych usprawnień umożliwiających wzrost wartości firmy jest

możliwe jedynie wówczas, gdy dogłębnie przeanalizujemy zestawienie przyszłych przepływów pieniężnych. Tak więc kluczem do określenia działań operacyjnych wynikających ze strategii są przepływy pieniężne i ich właściwe zrozumienie.

Kalkulacja przepływów pieniężnych jest elementem większego kompleksu działań nazywanego budżetowaniem. Można powiedzieć, że budżetowanie jest sposobem realizacji planów długoterminowych i wydatków kapitałowych, sposobem tłumaczenia długookresowych planów na jednoroczne plany operacyjne. Obok sprawozdania z przepływu środków pieniężnych, budżet zawiera zwykle następujące, logicznie powiązane ze sobą elementy:

- Plan sprzedaży,
- Plan produkcji,
- Plan kosztów materiałowych,
- Plan zakupu materiałów,
- Plan kosztów robocizny,
- Plan kosztów stałych,
- Plan wydatków inwestycyjnych,
- Rachunek zysków i strat,
- Bilans

W procesie określania przyszłych przepływów pieniężnych opieramy się na planowaniu zarówno długookresowym jak i krótkookresowym. Tak więc na percepcję możliwości wewnętrznych usprawnień wpływają plany strategiczne i operacyjne dzięki którym osiągamy możliwość wyspecyfikowania wszystkich składowych wewnętrznych mających wpływ na *potencjalną wartość*.

5.4. Potencjalna wartość firmy po wprowadzeniu udoskonaleń zewnętrznych

Potencjalną wartość firmy po zmianach strukturalnych przeprowadzonych we wnętrzu przedsiębiorstwa można zwiększyć poprzez dodatkowe działania. Dodatkowe działania polegają głównie na wykorzystaniu szans tkwiących w otoczeniu firmy i mają postać sprzedaży części przedsiębiorstwa bądź wykupu innych przedsiębiorstw lub ich części.

Główne strategie kapitałowe jakie może realizować przedsiębiorstwo w sferze wykupu i sprzedaży przedstawione zostały na rysunku 8.

Strategia kapitałowa w postaci *Integracji pionowej (vertical integration)* polega na uzyskaniu kontroli nad podmiotami gospodarczymi, uczestniczącymi w *łańcuchu wartości (value chain)*, bądź *sieci (network)*,

poprzez wykup takiej ilości akcji, która na tę kontrolę faktycznie pozwoli. Jeżeli przedsiębiorstwo uzyskało kontrolę nad podmiotami gospodarczymi, które pośredniczą w obsłudze klienta docelowego, to taki rodzaj integracji pionowej nazywa się *forward integration* (strzałka A na rysunku 8). Gdy natomiast przedsiębiorstwo uzyskało kontrolę nad podmiotami gospodarczymi, które pośredniczą w jego obsłudze, czyli nad dostawcami i poddostawcami, to ten rodzaj integracji pionowej nazywa się *backward integration* (strzałki B i B' na rysunku 8).

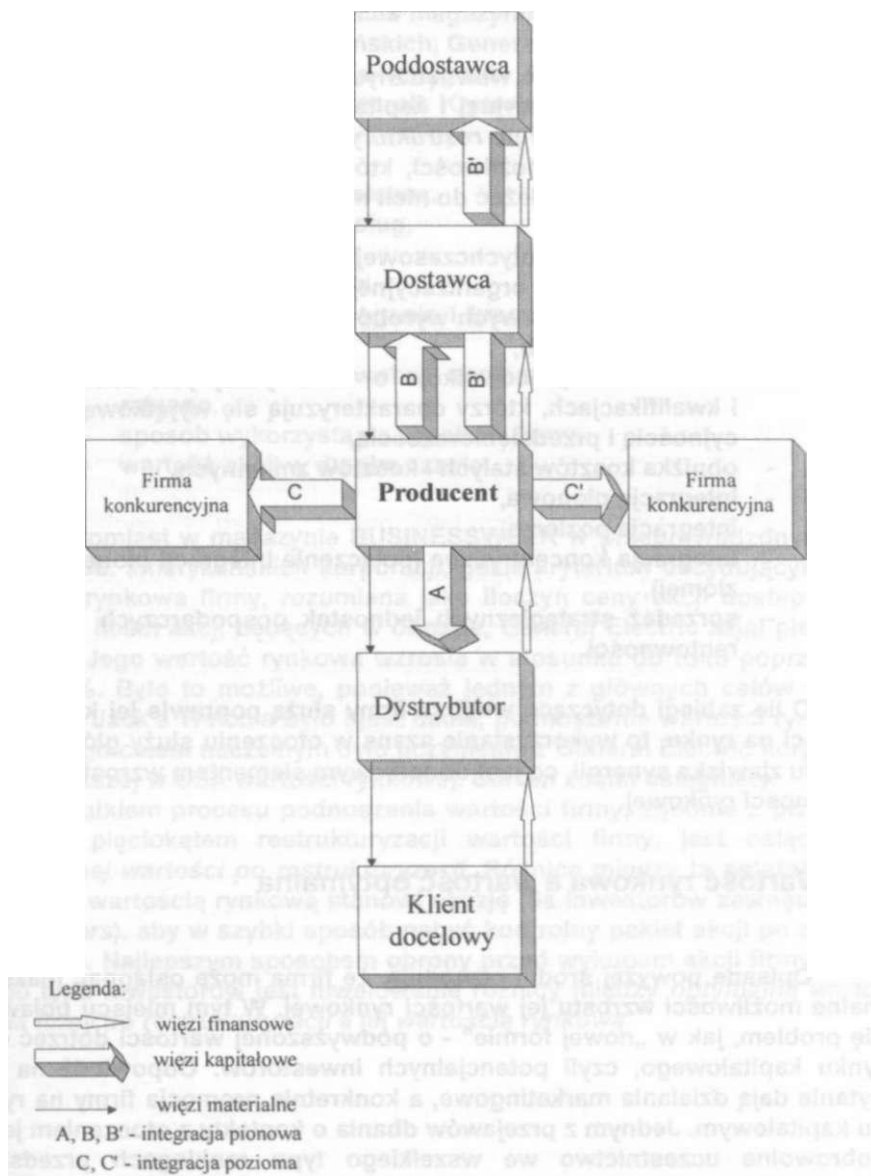
Integracja pionowa pozwala na zamianę centrów kosztów w centra zysku oraz pozwala na sterowanie marżą zysku na poziomie kontrolowanego ogniwa (w łańcuchu wartości) tak, aby do klienta docelowego docierał produkt atrakcyjny cenowo. Często natomiast zdarza się, że dystrybutor ustala zbyt wygórowaną marżę zysku i w ten sposób nawet lider kosztowy nie musi być liderem cenowym na rynku docelowym.

Integracja pionowa zwiększa zatem szanse powodzenia produktów na rynkach docelowych, gdyż pozwala na sterowanie relacją koszty -cena produktu w o wiele większym stopniu.

Strategia kapitałowa w postaci *Integracji poziomej (horizontal, lateral integration)* polega na uzyskaniu kontroli nad podmiotami gospodarczymi, które stanowią rzeczywistą bądź potencjalną konkurencję, poprzez wykup kontrolnego pakietu akcji. Integracja pozioma nie koniecznie musi kojarzyć się z wykupywaniem firm konkurujących. Może ona również polegać na wykupywaniu firm, których działalność jest zbliżona lub podobna do działalności jaką prowadzi firma dokonująca wykupu.

Sprzedży części strategicznych jednostek gospodarczych (SBU) dokonuje się zazwyczaj wówczas, gdy poziom zyskowności przyjmie określoną wartość (często bywa ona równa zero)¹³.

¹³ Dla przykładu Jack Welch, prezes General Electric Corporation w latach 1981-1993 sprzedał ponad 200 strategicznych jednostek gospodarczych o wartości 10 mld dolarów oraz zakupił 300 strategicznych jednostek gospodarczych o wartości 20 mld dolarów łącząc je w 14 dziedzin gospodarczych, które w tych latach były wiodące na świecie.



Rys. 8. Możliwości powiązań kapitałowych w ramach integracji pionowej i poziomej
 Źródło: opracowanie własne

5.5. Optymalna wartość firmy

Po dokonaniu zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych udoskonalień w strukturze organizacyjnej i kapitałowej przedsiębiorstwa można osiągnąć *optymalną wartość po restrukturyzacji*. Zwykle składa się na nią wykorzystanie wszystkich możliwości, które tkwią zarówno w samej firmie, jak i w jej otoczeniu. Należać do nich mogą:

- udoskonalenie dotychczasowej strategii działania,
- zmiana struktury organizacyjnej,
- wprowadzenie nowych wyrobów na rynek lub poprawienie jakości istniejących,
- zatrudnienie pracowników o nadzwyczajnych zdolnościach i kwalifikacjach, którzy charakteryzują się wyjątkową innowacyjnością i przedsiębiorczością,
- obniżka kosztów stałych i kosztów zmiennych,
- integracja pionowa,
- integracja pozioma,
- integracja koncentryczna (połączenie integracji pionowej i poziomej),
- sprzedaż strategicznych jednostek gospodarczych o niskiej rentowności.

O ile zabiegi dotyczące wnętrza firmy służą poprawie jej konkurencyjności na rynku, to wykorzystanie szans w otoczeniu służy głównie powstaniu zjawiska synergii, co jest dodatkowym elementem wzrostu konkurencyjności rynkowej.

5.6. Wartość rynkowa a wartość optymalna

Opisane powyżej środki powodują, że firma może osiągnąć maksymalne możliwości wzrostu jej wartości rynkowej. W tym miejscu pojawia się problem, jak w „nowej formie” - o podwyższonej wartości dotrzeć do rynku kapitałowego, czyli potencjalnych inwestorów. Odpowiedź na to pytanie dają działania marketingowe, a konkretnie promocja firmy na rynku kapitałowym. Jednym z przejawów dbania o kontakty z otoczeniem jest dobrowolne uczestnictwo we wszelkiego typu rankingach przedsiębiorstw. Wspomniany już General Electric w rankingu magazynu *FORTUNE* 500 największych korporacji przemysłowych USA w 1994 roku, zajął

piąte miejsce po takich firmach jak: General Motors, Ford, EXXON, i IBM. Kryterium porównawczym była wartość sprzedaży.

W innym rankingu - również magazynu *FORTUNE* - najbardziej podziwianych korporacji amerykańskich, General Electric zajął 19 miejsce na 404 firmy sklasyfikowane, a w kategorii „Electronics, Electrical EQUIPMENT” drugie miejsce po Motoroli. Kryteria stosowane w tym wypadku były następujące:

- kwalfikacje kierownictwa,
- jakość wyrobów i usług,
- innowacyjność,
- solidność finansowa,
- zdolność do przyciągania i kreowania szans rozwoju utalentowanych ludzi,
- odpowiedzialność wobec społeczeństwa i środowiska naturalnego,
- sposób wykorzystania zasobów firmy,
- wartość akcji w długim czasie.

Natomiast w magazynie *BUSINESSWEEK* w przeprowadzonym rankingu 1000. amerykańskich korporacji, gdzie kryterium decydującym była wartość rynkowa firmy, rozumiana jako iloczyn ceny akcji dostępnej na giełdzie i ilości akcji będących w obrocie, General Electric zajął pierwsze miejsce. Jego wartość rynkowa wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o 25%. Było to możliwe, ponieważ jednym z głównych celów strategicznych Jack'a Welch'a było i jest nadal, podnoszenie wartości rynkowej firmy. Jego celem naczelnym było uczynienie z General Electric korporacji o największej w USA wartości rynkowej. Cel ten został osiągnięty.

Skutkiem procesu podnoszenia wartości firmy, zgodnie z przedstawionym pięciokątem restrukturyzacji wartości firmy, jest osiągnięcie *optymalnej wartości po restrukturyzacji*. Różnica między tą ostatnią wartością, a wartością rynkową stanowi okazję dla inwestorów zewnętrznych (tzw. *riders*), aby w szybki sposób nabyć kontrolny pakiet akcji po zaniżonej cenie. Najlepszym sposobem obrony przed wykupem akcji firmy przez tego typu inwestorów jest niwelowanie różnicy między *optymalną wartością firmy po restrukturyzacji* a jej *wartością rynkową*.

ROZDZIAŁ VI

WYCENA WARTOŚCI FIRMY - UJĘCIE METODYCZNE

6.1. Wycena i jej przedmiot

Wraz z procesem transformacji w Polsce polegającym na przejściu od gospodarki planowej i sterowanej centralnie do gospodarki rynkowej, pojawiło się wiele nowych zagadnień. Nie występowały one w sposób wyraźny w poprzednim systemie. Jednym z nich jest zagadnienie wyceny wartości firmy i związanych z nią problemów. Te ostatnie wynikają z faktu uczynienia z podmiotów gospodarczych, przedmiotu obrotu rynkowego, niestety silnie regulowanego decyzjami administracyjnymi, co wcale problemu tego nie upraszcza¹.

Zagadnienia dotyczące wyceny firmy należą do najbardziej skomplikowanych w ekonomice. Pomimo, że teoria daje w tej dziedzinie szeroki wachlarz metod i narzędzi żadne z nich nie jest na tyle dobre i bezdyskusyjne, aby nie było konieczne stosowanie rozwiązań pomocniczych¹⁵.

W gospodarce rynkowej wycena firmy stanowi stały element życia gospodarczego. W Polsce wraz ze zmianami stosunków własnościowych wzrasta zainteresowanie metodami wyceny składników majątku, a zwłaszcza wartości firm.

Wycena przedsiębiorstw jest jednym z kluczowych elementów procedur prywatyzacyjnych. Procedury te, w największym skrócie, dotyczą oceny sytuacji przekształcanego przedsiębiorstwa, w celu oszacowania jego wartości bieżącej oraz rozpoznania perspektyw rozwoju (ustaleniu propozycji cenowych dla właścicieli i inwestorów). W praktyce wszystkie przedsiębiorstwa - niezależnie od przyjętej ścieżki prywatyzacji - podle-

¹ Dlatego w niniejszym rozdziale skoncentrowaliśmy się uwagę na przedstawieniu i wyjaśnieniu problemów związanych z aplikacją metod wyceny wartości w odniesieniu do polskich przedsiębiorstw. Szczególną uwagę chcemy zwrócić na istotę procesu wyceny. Jako przedmiot wyceny oddzielnie potraktujemy firmę (przedsiębiorstwo) oraz jej składniki majątkowe. Dokonamy w niej także przeglądu metod wyceny, odnosząc je odrębnie do szacowania „wartości firmy (przedsiębiorstwa)” i szacowania „wartości składników majątkowych”. Przedstawimy także podstawy prawne określenia wartości i ceny firmy (przedsiębiorstwa) w warunkach polskich, a problemy z aplikacją zaprezentujemy na przykładzie wybranych metod wyceny.

¹⁵ Por. E. Mączyńska *Wycena wartości przedsiębiorstw w Europie Wschodniej w opinii zachodnich specjalistów*, Rzeczoznawca Majątkowy 1994 nr 2.

gają wycenie. Wycena stanowi więc bardzo ważny etap każdego przekształcenia własnościowego, niezależnie od tego, czy jest to etap warunkujący, czy kończący przekształcenie.

Czymże jest wycena? We współczesnej literaturze polscy autorzy różnie określają pojęcie pomiaru i wyceny, często stosując je zamiennie. Za A. Kamelą-Sowińską pojęcie „wycena” będziemy rozumieli jako „wyznaczenie stosunku między jednostkami pieniężnymi a jednostkami naturalnymi szeroko pojętych rzeczy lub zjawisk”¹⁶. Istota tego pojęcia odnośzona do przedsiębiorstw sprowadza się do szeregu realizowanych według określonych reguł, procedur, analiz i ocen, które prowadzą do ustalenia wartości (wyrażonej w określonych jednostkach pieniężnych) wysoce złożonego obiektu, jakim jest przedsiębiorstwo, według stanu na konkretny moment czasowy, w określonym miejscu, i w określonych warunkach społeczno-ekonomicznych¹⁷.

Specyfika rynku przedsiębiorstw związana jest z niepowtarzalnym charakterem dóbr rynkowych i transakcji handlowych oraz sprawia, że wycena przedsiębiorstw nie odbywa się na rynku, ale na zasadzie rachunku kalkulacyjnego, przeprowadzonego indywidualnie, z wykorzystaniem pewnych metod i procedur, uwarunkowanych celem, funkcją, podmiotem oraz sytuacją społeczno-ekonomiczną obiektu wyceny¹⁸. Ustalenie bowiem, zgodnie z wolą ustawodawcy (por. ustawa o prywatyzacji...), wartości przedsiębiorstwa za pomocą cen rynkowych jest w Polsce niemożliwe, gdyż nie istnieje powszechnie rynek takich dóbr. Tylko w przypadku firm notowanych na giełdzie ma się do czynienia z wyceną przez rynek. Dotyczy to jednak niewielkiej liczby przedsiębiorstw i rynku wtórnego. W przypadku wchodzenia z akcjami na giełdę, tzw. rynek pierwotny, wycena przedsiębiorstw w celu ustalenia cen emisyjnych akcji jest przeprowadzana przez rzeczoznawców, a nie przez rynek.

Firma (przedsiębiorstwo) jest szczególnym przypadkiem dobra, które się pojawia na rynku kapitałowym. Jest ono organizacją składników materialnych i niematerialnych, zorientowaną na takie ich zastosowanie, aby w maksymalnym stopniu wykorzystać ich wartość użytkową, czyli zdolność do przynoszenia dochodów. Wartość użytkowa firmy jest to możliwość takiego korzystania z niego, że zyski z użytkowania jego składników pokryją poniesione na ich nabycie wydatki. Firma (przedsiębiorstwo)¹⁹ jako przedmiot wyceny pojawia się wówczas, gdy dokonuje się

¹⁶ Por. A.Kamela-Sowińska, *Przedmioty wyceny przy prywatyzacji*, Rachunkowość, 1992, nr 3.

¹⁷ Por. M.Groszek. S.Kasiewicz, *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Warszawa 1991, s.5.

¹⁸ Por. M.Kufel, *Wycena przedsiębiorstw w świetle regulacji prawnych*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa, 1991, nr7; *Wycena przedsiębiorstw, metody, procedury, przykłady* praca zbiorowa pod redakcją R.Borowskiego. Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa -Kraków, 1993, wyd. II, s. 17.

¹⁹ Istotnym elementem dla sprawnej realizacji procedur prywatyzacyjnych jest pojęcie zorganizowanej części mienia. Umożliwia ono potraktowanie części przedsiębiorstwa (w znaczeniu podmiotowym) podczas jego likwidacji, jako odrębnego przedsiębiorstwa w znaczeniu

zmiany w zakresie prawa własności oraz pożytków z niego płynących w ramach konkretnej organizacji gospodarczej. Dlatego istotne znaczenie dla sprawnego przebiegu wyceny przedsiębiorstw w ramach procesu zmiany ich właścicieli (prywatyzacji), posiada precyzyjne rozróżnianie terminów "wartość majątku przedsiębiorstwa" i „wartość firmy jako przedsiębiorstwa”.

Wartość jest kategorią określającą stosunek względem siebie rzadkości dóbr i intensywności ich posiadania, czyli preferencji potencjalnego nabywcy. Wartość w odniesieniu do majątku przedsiębiorstwa odpowiada sumie wartości jego składników. Z kolei wartość firmy, obejmując dwa następujące elementy, tj. wartość jej majątku (siłę tego majątku) oraz stopień zorganizowania środków i czynników produkcji (w tym zasobów ludzkich) z punktu widzenia zdolności do przynoszenia zysku, uznajemy za pojęcie szersze. Tę drugą wielkość, stanowiącą różnicę dodatnią lub ujemną między wartością przedsiębiorstwa a wartością jego majątku, określa się mianem reputacji lub nadwyżki wartości przedsiębiorstwa (goodwill).

Na podstawie posiadanych doświadczeń praktycznych uważamy, że podmiotem wyceny (szacowania) w procesie zmiany właściciela przedsiębiorstwa powinna być wartość firmy rozumiana jako „zdolność jego materialnych i niematerialnych składników do wypracowania nadwyżki przychodów nad kosztami”, w uproszczeniu wartość ta oznacza siłę przedsiębiorstwa do wypracowania nadwyżek kapitałowych, a nie wartość wynikająca z sumy tych składników. A zatem, przez wycenę firmy rozumieć można proces oszacowania w wielkościach pieniężnych (tj. pewnego systemu zorganizowania środków materialnych i niematerialnych), jej zdolności do spełniania swojego naturalnego celu, jakim jest wypracowanie zysku.

J.S. Zderkowski i A. Jaki²¹ przeprowadzając rozważania dotyczące kategorii wartości i jej odniesienia do specyficznego dobra gospodarczego jakim jest przedsiębiorstwo, wskazują na kilka zasadniczych aspektów i uwarunkowań tej wartości, a mianowicie:

- *wartość przedsiębiorstwa opartą na wartości nakładów poniesionych na jego stworzenie - w zależności od punktu odniesienia tych nakładów -można mówić w tym zakresie na przykład o tzw. wartości historycznej, bądź też wartości reprodukcyjnej. Ponieważ charakteryzując istotę przedsiębior-*

przedmiotowym. Decydujące w tym znaczeniu jest to, czy dany zespół majątkowy może spełniać kryteria określone w art 55¹ K.C.

²⁰ Por. T. Budziak *.Ile jest warte przedsiębiorstwo*, Poltex, 1990, s.12

²¹ A. Jaki, J.S. Zderkowski *,Koncepcja oraz formy przejawiania się wartości przedsiębiorstwa. Materiały konferencyjne w: Analiza ekonomiczna i wycena przedsiębiorstw w procesie transformacji systemowych*, red. R. Borowieckiego, AE w Krakowie, TNOiK O/Kraków, 1995 s. 24 -25.

stwa, mogą na nim ciążyć pewne zobowiązania, jego wartość należy każdorazowo pomniejszyć o ich wartość,

- *wartość ekonomiczną przedsiębiorstwa* opartą na kategorii wartości użytkowej i wynikającej z niej pożytków, będących efektami funkcjonowania przedsiębiorstwa, które prawnie do niego przynależą,

- *wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, wywodzącą się z klasycznej koncepcji wartości naturalnej, jako opartej na popycie i podaży, wypadkowej wartości wymiennej i wartości użytkowej.

Przytoczone stwierdzenia dają podstawę aby sądzić, że mamy tutaj do czynienia z współistnieniem wielu wartości przedsiębiorstwa. Ich liczba wynika nie tylko ze wskazanych powyżej ogólnych aspektów kategorii przedsiębiorstwa, lecz również wyłonionych na ich bazie licznych podejść, metod i technik wyceny oraz ich odmian. Wartość firmy posiada zatem wiele znaczeń i może być rozumiana dla przykładu w różny sposób.

„Wartość firmy może być rozumiana jako:

- *Wartość rynkowa* - jest to wartość, która ukształtowana została w momencie transakcji dokonanej na rynku. Możemy ją określić tylko *ex post*. Przed dokonaniem transakcji możemy jedynie próbować przewidzieć cenę. Nie dotyczy to oczywiście transakcji, które posiadają charakter ciągły (na przykładą obrót na giełdzie). Wartość rynkowa przed transakcją może jedynie być określana przez analogie do innych transakcji. Wartość rynkowa może być definiowana również jako cena, która uzyskujemy w momencie transakcji. Jest to cena przy której

- kupujący i sprzedający, dokonując transakcji kupna - sprzedaży motywowani są chęcią zysku,
- kupujący i sprzedający są dobrze poinformowani i działają racjonalnie,
- przedmiot sprzedaży ekspozycyjny jest w określonym czasie na rynku,
- płatność następuje w gotówce, w jej ekwiwalencie lub na określonych warunkach finansowych.

Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa - określa ją zdolność firmy do generowania zysków. Znajduje ona odzwierciedlenie w zdyskontowanych strumieniach pieniężnych netto (cash flow).

Wartość księgową przedsiębiorstwa netto - jest to wartość całości przedsiębiorstwa wynikająca z zapisów księgowych. Stanowi różnicę pomiędzy aktywami przedsiębiorstwa a jego zadłużeniem odzwierciedlonym w pasywach. Wartość aktywów powinna być zwerifikowana, gdyż na przykładą zapasy mogą nie być ewidencjonowane według cen zbytu, niektóre należności mogą okazać się nieściągalnymi.

Wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa - jest to wartość odzwierciedlająca cenę, jaką można uzyskać za przedsiębiorstwo w momencie sprzedaży majątku przedsiębiorstwa jako całości lub części majątkowych (maszyn, budowli, ziemi).

Wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa jako całości - zakłada, że kupujący będzie wykorzystywał wszystkie lub większość składników majątkowych (budynek, ziemia, wyposażenie) do dalszej produkcji, przy czym będzie to produkcja w innym kształcie. Wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa jako składników majątkowych stanowi sumę cen uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych części, w określonym czasie.

Wartość odtworzeniową - odpowiada wysokości nakładów finansowych, niezbędnych do odtworzenia takich samych zdolności produkcyjnych w danym momencie. Obejmuje ona głównie wartość środków trwałych oraz zakup patentów, uzyskanie licencji i pozwoleń,

zorganizowanie kanałów w dystrybucji, nabór i szkolenie pracowników Możemy ją utożsamiać z wysokością pierwotnego kosztu utworzenia przedsiębiorstwa lub poszczególnych aktywów

- *Wartość zastawna* - jest to wartość określana jako zabezpieczenie kredytu bankowego. Stanowi ona procent wartości aktywów netto firmy, której bank udziela kredytu.

- *Wartość przedsiębiorstwa jako żyjącego organizmu gospodarczego* — wynika z funkcjonowania pewnej formy organizacyjnej bez względu na stan zasobów finansowych. Odzwierciedla ona efekt synergii, który występuje dzięki istnieniu na przykład struktury organizacyjnej, załogi, zdolności i kwalifikacji kadry zarządzającej, związków kooperacyjnych, goodwill, pozycji na rynku itp.

- *Wartość handlowa* - wynika z różnicy między rynkową wartością przedsiębiorstwa a wartością jego składników majątkowych.

Por. I. Ignaciuk, *Jak ustalać wartość przedsiębiorstwa*, Przegląd Organizacji 1990, nr 6, K. Pasch, A. Chajęcki, *Prywatyzacja-jak wyceniać przedsiębiorstwa?* (proponycje z RFN), RKW. TNOiK, Warszawa, s. 9"

Prowadzi to - zdaniem R. Borowieckiego, A. Jakiego, i J.S. Zderkowskiego - do wniosku, że efektem wyceny przedsiębiorstwa będzie wielokryteryjna kwantytatywna jego charakterystyka, oparta na przeprowadzonym, z punktu widzenia różnych kryteriów, ekonomicznym pomiarze jego wartości'.

Wycenie przedsiębiorstw towarzyszy problem poszukiwania obiektywnej miary wartości. Jest on szczególnie ważny, wobec formułowanych przez niektóre ośrodki opinii o nieekwiwalentnej wyprzedaży, zwłaszcza majątku narodowego. Dla zobrazowania złożoności tego zagadnienia przytoczymy fragment dyskusji, jaka miała miejsce na łamach kwartalnika *Rzeczoznawca Majątkowy*, w której to dwóch szacownych członków Brytyjskiego Królewskiego Instytutu Rzeczoznawców Majątkowych spierało się o to, jak powinny być wyceniane (dla celów sprzedaży) polskie przedsiębiorstwa. Z jednej strony reprezentowany był głos, że wartość ta powinna być niska, aby zachęcić potencjalnych, głównie zagranicznych inwestorów. Druga ze stron uważała, że wartość ta nie powinna być ani niska ani wysoka tylko obiektywna. Przedstawione stanowiska z praktycznego punktu widzenia rodzą niestety określone problemy, związane z tym, jak proces szacowania tej wartości zobiektywizować. Według niektórych specjalistów obiektywna wartość firmy nie istnieje²². Myślimy, że pomimo takiego stwierdzenia, zawierającego spora dozę prawdy, uzasadnionym jest dążenie do doskonalenia wybranych metod i uzupełnianie ich o techniki mogące przybliżyć wynik do wartości obiektywnej. Z powyżej przedstawionego kontekstu wynika, że próby poszukiwania obiektywnych wartości są skazane na niepowodzenie z co najmniej dwóch powodów:

²² Por. R. Borowiecki, A. Jaki, J.S. Zderkowski, *An Application of a Mixed Formula Methods for Simulation of Enterprise's Value Astimation*, Pennsylvania Journal of Business and Economics, 1995, Vol. 4, No. 1, s.1-8

²³ Por. E. Mączyńska, *op. cit.*, s.

- jak wcześniej zaznaczyliśmy precyzyjne ustalenie wartości przedsiębiorstwa jest obecnie, wskutek braku sprzyjającego otoczenia ekonomicznego, praktycznie bardzo trudne (brak rynku).

- nie istnieje pojęcie „wartości obiektywnej”, zaś sama wartość przedsiębiorstwa jest różna dla każdego podmiotu gospodarczego i kształtowana jest sytuacją ekonomiczną firmy, sytuacją w kraju, a także czynnikami subiektywnymi.

Problem jest naszym zdaniem na tyle skomplikowany i interesujący, że warto się nim zająć dogłębniej i uczynić z niego przedmiot badań, w którym należałoby odpowiedzieć na pytanie, które z podejść do wyceny przedsiębiorstwa jest najbliższe obiektywizmowi; czy te oparte na zgromadzonym w firmie majątku, czy te powiązane z możliwością przynoszenia przez podmiot określonych dochodów?.

Dlatego też różne podejścia do wartości przedsiębiorstwa pozwalają jedynie określić pewien zakres wartości, od którego mogą rozpocząć się negocjacje dotyczące ceny²⁴. Pozwala to sprzedającemu na sformułowanie minimalnej, a kupującemu maksymalnej ceny, po jakiej dokonana może być transakcja. Oznacza to, że wartość przedsiębiorstwa jako wielkość decyzyjna wyznaczana jest przez subiektywną i indywidualną kalkulację korzyści wynikającą z przejęcia przedsiębiorstwa, której podstawę określenia stanowi rachunek ekonomicznych nakładów i efektów.

²⁴ Chociaż bez wątplenia obie te kategorie są ściśle ze sobą powiązane, to jednak należy wprowadzić w tym miejscu ich jednoznaczne rozróżnienie. I tak:

Po pierwsze, mówiąc o cenie przedsiębiorstwa ma się na myśli wynik procesu negocjacji prowadzonego przez zainteresowane strony w celu zawarcia transakcji kupna-sprzedaży. Jej wyznaczenie jest często rezultatem kompromisu między wartościami zaproponowanymi przez obydwie strony, które to wartości są efektem subiektywnych wartościowań tych stron. Wartość przedsiębiorstwa staje się zatem w takim przypadku punktem wyjścia dla określenia jego ceny.

Po drugie, wartość przedsiębiorstwa nie jest jedynym wyznacznikiem jego przyszłej ceny. Warunki transakcji kupna-sprzedaży przedsiębiorstw obejmują często szereg innych elementów związanych z pewnymi dodatkowymi zobowiązaniami ich nabywców, na przykładą z poczynieniem w ustalonym okresie odpowiednich inwestycji, utrzymaniem lub zwiększeniem zatrudnienia itp.

Po trzecie, kategoria ceny jest ściśle powiązana ze zmianą stosunków własnościowych W przypadku przedsiębiorstwa, jego wycen dokonuje się również dla innych celów, w odniesieniu, do których używa się wyłączenie kategorii *wartość przedsiębiorstwa*.

Po czwarte, należy zaznaczyć, iż cenę w odniesieniu do procesu wyceny przedsiębiorstwa można rozpatrywać w dwóch aspektach: jako wielkości określonej na bazie jego wartości oraz jako parametru wyrażającego nakłady i efekty w celu ich porównania i wyliczenia na tej podstawie efektu netto funkcjonowania przedsiębiorstwa, stanowiącego bazę dla pomiaru jego użyteczności - wyznaczenia wartości ekonomicznej.

Por. A. Jaki, J.S. Zderkowski *op.cit.*, s. 23 -24.

Trzeba równocześnie zaznaczyć, że postrzeganie wartości przedsiębiorstwa przez sprzedającego i kupującego jest zasadniczo różne. Obecnie w Polsce silniejsza jest pozycja negocjacyjna nabywcy. Z jego punktu widzenia wartość przedsiębiorstwa zależy od zdolności do wypracowywania, generowania nadwyżek kapitałowych (zysków). Poszukuje on takich możliwości lokaty kapitału (atrakcyjność inwestycji wynika z możliwości do uzyskania stopy rentowności kapitału, przy czym poziom akceptowanej stopy rentowności zależy od alternatywnych możliwości inwestowania, przez to jest on inny dla każdego inwestora), które przy danym stopniu ryzyka zagwarantują mu maksymalną stopę zwrotu zainwestowanego kapitału (w możliwie krótkim okresie czasu). Nabywcy (w przeciwieństwie do sprzedającego) nie interesują zarówno historyczne koszty, związane z wartością księgową kupowanego przedsiębiorstwa, ani też koszty odtworzenia, ponieważ istnieją alternatywne możliwości zbudowania identycznych mocy produkcyjnych. Takie zróżnicowane spojrzenie i postrzeganie wartości przedsiębiorstwa przez sprzedającego i kupującego wyznacza granicę ustępstw w negocjacjach, która nie może być przekroczona, gdyż w takim przypadku zamiar kupna- sprzedaży traci cechy wyboru racjonalnego ekonomicznie²⁵. Jeżeli sprzedający nie chce się zgodzić na warunki stawiane przez nabywcę, transakcja nie zostaje zawarta. W takim przypadku negocjacje trzeba rozpocząć z innym kupującym.

6.2. Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw

6.2.1. Cele wyceny firmy

Wyceny nie sporządza się bez celu. Są to działania i procedury wymagające wykwalifikowanych specjalistów, co pociąga za sobą dość duże koszty. Decyzja więc o przeprowadzeniu wyceny nie może być pochopna, a co za tym idzie, musi być przemyślana. Wymaga zaistnienia określonych przesłanek. Na pytanie, po co sporządza się wycenę przedsiębiorstwa, można odpowiedzieć w następujący sposób, wycenę sporządza się, aby uzyskać informację na temat wartości danego przedsiębiorstwa. Po co więc ta informacja? Aby odpowiedzieć z kolei na to pytanie powinniśmy uświadomić sobie, że przedsiębiorstwo jest, co prawda dość specyficznym, ale jednak towarem będącym przedmiotem obrotu na rynku. Nie jest to zwykły rynek, choć zawiera jego podstawowe elementy, takie jak sprzedawca, nabywca i co najważniejsze cena. Drogą więc do ustalenia- jaką cenę można uzyskać ze sprzedaży przedsiębiorstwa- jest właśnie jego wycena. Aby więc w pełni uświadomić sobie, jakie są cele sporządzania

²⁵ Por. T. Waśniewski, Z. Milkiewicz, *Metody wyceny przedsiębiorstwa w RFN*, Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa, 1992, nr3.

wycen, należy szczególnie zwrócić uwagę na przesłanki, pod warunkiem zaistnienia których przeprowadza się aproksymację wartości przedsiębiorstwa. Istotną rzeczą jest fakt, że zaistniała przesłanka warunkuje dobór właściwej metody wyceny. Jest więc tym bardziej istotne dokładne prześledzenie przyczyn sporządzania wycen. Literatura podaje szereg klasyfikacji przesłanek omawianego zjawiska²².

Dość prostej klasyfikacji tzw. przesłanek wyceny dokonuje D. Zarzecki. Postrzega je w dwóch grupach, a mianowicie jako te które wiążą się bezpośrednio ze zmianami w strukturze własnościowej oraz te które wiążą się z działalnością przedsiębiorstwa lub po prostu z faktem istnienia przedsiębiorstwa, lecz nie pozostają w ścisłym powiązaniu ze zmianami w strukturze własnościowej. Jest to o tyle słuszne podejście, ponieważ wynika z potrzeby ustalania ceny przedsiębiorstwa, a to ni mniej, ni więcej prowadzi do zmian w strukturze własnościowej.

Należy zwrócić w tym miejscu uwagę na fakt, że tak naprawdę przesłanka i cel to dwa różne pojęcia. Przesłanka to nic innego jak przyczyna czyli pobudka do określonego działania. Widać więc zasadniczą różnicę pomiędzy nią a celem, który jest niczym innym jak pewnym punktem w przestrzeni, do którego się dąży. Nieścisłość taka jest jednak zjawiskiem dość powszechnym w literaturze, gdzie w zasadzie utożsamia się te dwa pojęcia.

Tabela 3
Klasyfikacja przesłanek wyceny według D. Zarzeckiego

Kryteria związane:	
ze zmianami w strukturze własnościowej	z działalnością przedsiębiorstwa
<ol style="list-style-type: none"> 1. zamierzona sprzedaż całości lub części przedsiębiorstwa, 2. zamierzony zakup całości lub części przedsiębiorstwa, 3. transakcje kupna i sprzedaży między właścicielami danego podmiotu gospodarczego, 4. upaństwowienie całości lub części przedsiębiorstwa, 5. podział przedsiębiorstwa, 6. fuzja podmiotów gospodarczych, 7. wniesienie jednego przedsiębiorstwa do drugiego jako aportu, 8. likwidacja przedsiębiorstwa 	<ol style="list-style-type: none"> 1. wybór strategii przedsiębiorstwa opartej na kryterium wartości firmy, 2. ubezpieczenie majątku przedsiębiorstwa, 3. wyznaczenie wielkości odszkodowania, 4. ustalenie wartości zabezpieczenia kredytu, 5. aktualizacja wartości aktywów (również wycena udziałów w spółkach), 6. przekazanie lub przejęcie przedsiębiorstwa w ramach leasingu finansowanego, 7. pomiar wielkości podatku od spadku, od darowizny, opłaty skarbowej od transakcji kapitałowej o ile przedmiotem tejże transakcji jest przedsiębiorstwo, 8. prowadzenie wewnętrznego rozrachunku w odniesieniu do poszczególnych zakładów tudzież wydziałów etc.,

Źródło; *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem, op. cit, s. 308*

M. Kufel z kolei podaje większą ilość grup przesłanek. Wymienia on mianowicie cztery następujące grupy; zmiana właściciela, przekształcenia strukturalne, które de facto są ściśle powiązane ze zmianami w strukturze własnościowej, przesłanki związane ze stosunkami z urzędem skarbowym, i inne.

Tabela 4

Klasyfikacja przesłanek wyceny według M. Kufła

Kryteria związane:			
ze zmianami w strukturze własności	z przekształceniem strukturalnym	ze stosunkami z urzędem skarbowym	inne
kupno, sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego części, wystąpienie udziałowca z przedsiębiorstwa zorganizowanego w formie spółki, wywłaszczenie przedsiębiorstwa.	przyjęcie nowych udziałowców do spółki prowadzącej przedsiębiorstwo, wniesienie przedsiębiorstwa w całości lub w części do kapitału zakładowego w formie aportu, fuzja przedsiębiorstw, podział przedsiębiorstwa, zwrot lub przekazanie przedsiębiorstwa, będącego przedmiotem umowy dzierżawy, likwidacja przedsiębiorstwa, analiza w zakresie zmian strukturalnych.	ustalenie wielkości podatku od spadków i darowizn, jeżeli przedmiotem darowizny lub spadku jest przedsiębiorstwo czy też udziały w spółce, pomiar opłaty skarbowej od transakcji, przedmiotem której jest przedsiębiorstwo lub udziały w spółce.	ubezpieczenie majątku podmiotu gospodarczego, ujęcie w bilansie rocznym udziałów w spółkach, wewnętrzna kontrola kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo.

Źródło: M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park - Bielsko Biała 1992, s.6 i nast.

Również R. Borowiecki dokonując klasyfikacji przesłanek wyceny proponuje pogrupowanie ich według czterech następujących kryteriów, a mianowicie; związanych z przeniesieniem praw własności całego przedsiębiorstwa lub jego części- typowa dla polskich realiów prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, dotyczy to zarówno drogi kapitałowej jak likwidacyjnej; związanych ze zmianami form organizacyjnych przedsiębiorstw; związanych z wyznaczaniem wysokości podatków, i inne (pozostałe nie mieszczące się wymienionych grupach).

Tabela 5

Klasyfikacja przesłanek wyceny według R. Borowieckiego

Kryteria związane:			
z przeniesieniem praw własności całego przedsiębiorstwa lub jego części	ze zmianami form organizacyjnych przedsiębiorstw	z wyznaczaniem wysokości podatków	inne
<p>reprywatyzacja przedsiębiorstw przejętych w latach powojennych, transakcje kupna i sprzedaży, przedmiotem których jest przedsiębiorstwo, wystąpienie lub wyłączenie udziałowca.</p>	<p>wniesienie całości lub części przedsiębiorstwa do spółki, przyjęcie nowych udziałowców w celu ustalenia wysokości udziałów, przekazanie przedsiębiorstwa lub części w dzierżawę, agencję lub leasing.</p>	<p>ustalenia wysokości opłat skarbowych, notarialnych dotyczących transakcji kapitałowych, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo lub jego część, wysokości podatków od spadków i darowizn w wypadku gdy przedmiotem spadku jest przedsiębiorstwo.</p>	<p>ustalenia wysokości opłat skarbowych, notarialnych dotyczących transakcji kapitałowych, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo lub jego część, wysokości podatków od spadków i darowizn w wypadku gdy przedmiotem spadku jest przedsiębiorstwo.</p>

Źródło: *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady*, Praca zbiorowa pod redakcją R. Borowieckiego, AE Kraków, TNOiK Warszawa - Kraków s. 40

Generalnie należy zauważyć, iż w tej materii w literaturze obowiązuje zgodność poglądów. Występujące różnice nie mają charakteru zasadniczego i związane są z doświadczeniami praktycznymi ich autorów.

6. 2. 2. Funkcje wyceny

Wycena przedsiębiorstwa, jako swego rodzaju dokument, jest efektem wielu szeroko zakrojonych procedur i działań, jest efektem określonej pracy określonej grupy ludzi. Dokument ów, czy raczej informacje w nim zawarte, które w zasadzie są uosobieniem wyceny przedsiębiorstwa spełniają określone funkcje.

W literaturze²⁷ generalnie wymienia się cztery następujące funkcje jakie spełnia wycena, a mianowicie:

- doradcze,
- pośredniczące,
- argumentacyjne,
- komunikacyjne.

Funkcja doradcza, zwana również funkcją decyzyjną, ma znaczenie fundamentalne. Przejawia swą istotę w dostarczaniu uczestnikom transakcji informacji, niezbędnych do przeprowadzenia określonych procesów decyzyjnych, których wynikiem jest złożenie oferty cenowej. Chodzi tu zarówno o cenę kupna, jak i cenę sprzedaży, zależnie od strony uczestniczącej w negocjacjach. Informacje zawarte w wycenie pozwalają dokonać szacunków, koniecznych do ustalenia pola manewrów, związanego z ustępstwami na rzecz przeciwnej strony negocjacji. Granice tego pola zależne są od rodzaju decyzji i mogą być następujące²⁸:

- dolna granica sprzedaży przedsiębiorstwa najczęściej wyznacza-
-najest przez wartość likwidacyjną,
- górna granica z kolei przez wartość odtworzeniową,
- minimalna wartość udziału w kapitale generalnie rzecz biorąc
wyznaczana jest w oparciu o wartość księgową majątku.

²⁷ Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, op. cit, s. 310; *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady* op. cit, s. 44; T. Budziak op.cit, s. 13

²⁸ Por. M. Kufel „*Metody wyceny przedsiębiorstw*”, op.cit, s. 9

Jeżeli chodzi o dolną i górną granicę to sytuacja jest tylko pozornie tak mało skomplikowana. Tendencja (jak zaznaczyliśmy wcześniej) jest nieco inna, albowiem sprzedający chce z reguły sprzedać przedsiębiorstwo po cenie wyższej niż wyznacza ją wartość likwidacyjna. Równocześnie na pierwszy rzut oka nie jest opłacalny zakup firmy po cenie wyższej niż jest warty równoznaczny potencjał wytwórczy, dostępny na rynku. Problem polega na tym, że kupując przedsiębiorstwo nie kupujemy jedynie jego majątku, który jest tylko jedną ze składowych firmy. Jest jeszcze system zarządzania, marka firmy i cały szereg wartości niematerialnych. Poza tym istniejące przedsiębiorstwo ma już określone rynki zbytu i lojalnych klientów przyzwyczajonych do korzystania z usług czy kupowania produktów firmy. Często więc zdarza się, że sprzedawane są na przykład dobrze zorganizowane przedsiębiorstwa po cenach wyższych niż wyznaczałyby je wartości odtworzeniowa.

Aby funkcja decyzyjna wyceny była spełniona w prawidłowy sposób, spełnione muszą być następujące warunki :

- wyznaczenie granicznych wartości przez strony negocjacji,
- uzależnienie doboru metod wyceny od celów i przesłanek wyceny,
- uwzględnienie osobistych preferencji stron w celu określenia możliwych manewrów i ustępstw,
- określenie wartości przedsiębiorstwa w odniesieniu do innych alternatyw,
- uwzględnienie w wycenie prognozy przyszłej działalności przedsiębiorstwa, perspektyw rozwoju, przyszłych osiągnięć ekonomicznych, finansowych etc,
- skrupulatna dokumentacja przyjętych w wycenie założeń i argumentacji.

Jak wynika z wyżej przedstawionych rozważań i poglądów charakterystyczna jest dla wyceny, czy też dla procesu negocjacji, rozbieżność interesów poszczególnych stron transakcji. Wynika stąd kolejna funkcja wyceny a mianowicie *funkcja pośrednicząca* zwana również w literaturze³⁹ *funkcją mediacyjną lub negocjacyjną*. Wycena realizuje tę funkcję poprzez bycie swego rodzaju arbitrem. Jest szczególnie pomocna w wypadku, gdy stanowiska stron są w dość dużym stopniu rozbieżne. Celem wówczas wyceny jest lokalizacja i wyeliminowanie punktów spornych dla znalezienia wzajemnego porozumienia stron (szczególnie pomocna jest tu rola

³⁹ por. *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady*, op. cit., s. 44.

³⁹ por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, op. cit., s. 310

niezależnych ekspertów sporządzających wycenę). Do najczęstszych punktów spornych należą³¹:

przydatność majątku firmy,
realność zwrotu należności,
sytuacja na rynku,
rentowność sprzedaży,
niezbędność nakładów inwestycyjnych,
okres zdolności do generowania zysków.

Funkcja ta jest w zasadzie rozwinięciem kolejnej funkcji a mianowicie *funkcji argumentacyjnej*. Realizując tę funkcję wycena umożliwia dobór takich faktów i informacji, a także takie ich użytkowanie podczas negocjacji, aby jak najbardziej oddalić się od wartości granicznej strony przeciwnej³². Realizacja tej funkcji wymaga od wyceny rzetelności, ścisłej dokumentacji dostarczanych informacji a przede wszystkim dostarczenia udokumentowanych argumentów.

Ostatnią funkcją, jaką spełnia wycena jest *funkcja informacyjna*, zwana również funkcją komunikacyjną. Jej zasadność może budzić wątpliwości, gdyż w zasadzie to każda z wymienionych wyżej funkcji polega w dużej mierze na dostarczaniu informacji uczestnikom negocjacji. Należy więc tu wprowadzić pewne uściślenia. Funkcja informacyjna realizowana jest przez dostarczanie informacji stronom bezpośrednio nie zainteresowanym transakcją. Innymi słowy, wycena realizuje tę funkcję dostarczając otoczeniu informacje na temat stanu finansowego przedsiębiorstwa

³³

i możliwości jego rozwoju . Funkcja ta jest w skuteczny sposób realizowana na rynku papierów wartościowych , gdzie dokonywana jest w sposób ciągły ocena działalności przedsiębiorstwa a także jego wycena. Odbiorcami tych informacji są z reguły potencjalni inwestorzy.

Wycena może być też punktem odniesienia dla porównania zrealizowanych już wycen podobnych przedsiębiorstw. Ma ona również znaczenie w wypadku sporządzania wyceny na potrzeby własne przedsiębiorstwa, gdy realizuje ono strategię opartą o kryterium wartości firmy³⁴.

³¹ M. Kufel *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park - Bielsko Biała 1992, s. 9

³² Tamże

³³ por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, op. cit., s. 313 i nast.

³⁴ por. T. Budziak, *We jest warte przedsiębiorstwo*, op. cit, s. 14

³⁵ Tamże

6.3. Wycena przedsiębiorstw - podejścia metodologiczne

„Substancja majątkowa” przedsiębiorstwa ma zróżnicowaną postać. Jest pojęciem niejednorodnym. Składają się na nią zarówno środki trwałe, ziemia, jak i wyposażenie, środki obrotowe (zapasy, należności), inwestycje w toku, szereg wartości niematerialnych i prawnych, kwalifikacje, imago firmy itd.

Teoria i praktyka gospodarcza w krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym wypracowała oraz zweryfikowała szereg metod, umożliwiających oszacowanie wartości przedsiębiorstwa lub poszczególnych składników jego mienia. Pod pojęciem metody wyceny rozumiemy... pewien tryb postępowania, często uzupełniony formułą matematyczną (modelem), których zastosowania prowadzi do ustalenia wartości przedsiębiorstwa z pewnego punktu widzenia”³⁶.

Potrzeba szacowania wartości wynika, jak wcześniej przedstawiliśmy, z wielu różnych powodów, dla przykładu z kupna lub sprzedaży przedsiębiorstwa, przekształcenia go i emisji akcji, fuzji, ewentualnie z zaciągnięcia poważnego kredytu inwestycyjnego.

W literaturze, a także (lub głównie) w praktyce spotykamy się z wieloma podejściami do wyceny przedsiębiorstw.

Według A. Kameli-Sowińskiej³⁷ do podstawowych metod wyceny należą:

1. Metoda historyczna, zwana również księgową, nominalną, inicjalną lub klasyczną (book value method);
2. Metoda ogólnej (generalnej) siły nabywczej pieniądza (general purchasing power method lub constant value method);
3. Metoda wartości bieżącej (current value method), którą można stosować w dwóch odmianach:
 - a) dochodowej (income based), nazwanej inaczej metodą ekonomiczną (economic value, present value lub expected value),
 - b) opartej na wycenie składników majątku (assets based), nazywanej również metodą ustalania wartości substancji majątkowej za pomocą:
 - b.1) cen ze sprzedaży netto, inna nazwa to metoda wartości realizacji netto lub upłynnienia albo likwidacji (net realisable value, liquidity value lub break-up value),

³⁶ *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady*, op. cit, str. 50

³⁷ Por. A.Kamela-Sowinska, *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*. Rachunkowość, 1992, nr 6 i 7.

b.2) kosztów odtworzenia (replacement costs).

4. Metody mieszane, jak:

- a) metoda średniej wartości (tzw. metoda berlińska), nazywana również metodą Schmalenbacha (od nazwiska jej twórcy),
- b) metoda kapitalizacji zysku dodatkowego.

5. Metoda notowań rynku kapitałowego (market multiple method), jej przydatność w naszych warunkach, wobec tworzenia się zrębów rynku kapitałowego, jest niewielka.

Te ostatnie stanowią rozwiązania polegające na połączeniu rozwiązań stosowanych przy różnych wymienionych wyżej metodach podstawowych, bądź ustalaniu wartości przedsiębiorstw w odmienny sposób.

Przedstawiona klasyfikacja jest powszechnie stosowana w obszernej literaturze z zakresu rachunkowości w warunkach inflacji, zwłaszcza w literaturze anglojęzycznej. Przyznać trzeba, że klasyfikacja ta jest bardzo skomplikowana, choć dychotomicznie poprawna.

Wydaje się nam, że bardziej zrozumiała i szerzej rozpowszechniona jest klasyfikacja rozróżniająca metody według podejścia:

- majątkowego (grupa metod majątkowych)
- dochodowego (grupa metod dochodowych)
- mieszanego (grupa metod łączących podejście majątkowe z dochodowym)

Metody majątkowe (zwane również księgowymi) są metodami najstarszymi. W Polsce do niedawna jedynymi.

Myślą przewodnią *podejścia majątkowego* jest stwierdzenie że przedsiębiorstwo warte jest tyle, ile wart jest majątek do niego przynależny. Odpowiada zatem na pytanie: jakiej wartości majątek (aktywa) może nabyć inwestor?. W tym wypadku abstrahujemy od ich zdolności stwarzania zysku, gdyż zastosowanie tych aktywów może (lecz nie musi) znaleźć diametralnie odmienne zastosowanie po zmianie właściciela. Może także wystąpić efekt synergiczny po włączeniu nabytego przedsiębiorstwa w całkowicie nowy układ gospodarczy.

Zaletami tej grupy metod są: względna prostota, szybkość wyceny, łatwość porównań wyników wycen, stosunkowo niewielki rozrzut wyników, nawet przy dużej liczbie niezależnych ekspertyz. Za wady należy uznać trudności w jednoznaczności interpretacyjnej, statyczność, korzystanie z danych nie w pełni odzwierciedlających rzeczywistą wartość użytkową składników majątku.

Przytoczone wady tej grupy metod, mają negatywny wpływ na wartość informacyjną w sytuacjach decyzyjnych. Podstawowe znaczenie ma tu pominięcie aspektu stopnia zorganizowania efektywności wykorzystania majątku, tzn. jego dochodowości. Ponadto podejście to zaniedbuje szereg istotnych elementów o charakterze niematerialnym, wpływających na wartość przedsiębiorstwa, takich jak: pozycja rynkowa, zakres prac badawczo- rozwojowych, znaki towarowe, marketing, sieć dystrybucji itp. Także aspekt jakości zarządzania nie jest w ogóle uwzględniany w wycenie realizowanej przy zastosowaniu podejścia majątkowego.

Z analizy zawieranych w Polsce transakcji wynika, że przy ustalaniu ceny przedsiębiorstwa rzadko główną rolę odgrywa wartość zgromadzonego w nim majątku. Chodzi tu zarówno o wartości wynikające z zapisu księgowego, jak i te, które szacowane są metodą likwidacyjną (rynkową). Wynika to z wielu przyczyn. Za główne w odniesieniu do wartości księgowych należy uznać:

- niedoskonałość technik księgowych (zwłaszcza tych odzwierciedlających proces zużycia środków trwałych),
- politykę podatkową rządu (tempo amortyzacji).

Dodatkowo proces ten silnie zakłóca inflacja i będący jej konsekwencją system aktualizacji środków trwałych, oparty na wskaźnikach przeliczeniowych. Zastosowanie tej metody niejednokrotnie prowadzi do całkowitej rozbieżności wartości księgowych z wartościami rynkowymi. Nawet furtka w postaci możliwości dokonania przeceny według wartości rynkowych (możliwe do dokonania jeżeli po zastosowaniu wskaźnika przeliczeniowego wartość początkowa środka trwałego różni się więcej niż 10 % od wartości rynkowej), wydaje się nie rozwiązywać problemu. Według art. 14 ust. 3 ustawy z dnia 15.02.1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych, wartość rynkowa definiowana jest jako przeciętne ceny stosowane w danej miejscowości, w obrocie składnikami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem ich stanu i stopnia zużycia.

Po pierwsze, tak sformułowany zapis wywołuje rozbieżności w interpretowaniu definicji wartości rynkowej podanej w rzeczonyj ustawie. Zaczęło panować przekonanie, że jest to wartość na rynku nowych środków pomniejszona o dotychczasowe zużycie, a nie wartość w sferze ich obrotu (wymiany)³¹. Taka interpretacja zagadnienia prowadzi de facto do szacowania wartości odtworzeniowej środka trwałego, a nie jego wartości rynkowej. Praktyka wyceniania wskazuje, że wartości te (zwłaszcza w odniesieniu do budynków i budowli) są prawie zawsze rozbieżne. Wynika to z faktu, że obiekty te najczęściej były wznoszone w materiałochłonnych technologiach, nierzadko przerastając wymiarami liniowymi obecne i przyszłe potrzeby zakładów, co oznacza że zakłady te były przeinwesto-

³¹ Por. E. Kucharska-Stasiak, op. cit., s.

wane. Jednocześnie zaznaczyć trzeba, że są to obiekty mało uniwersalne, projektowane pod kątem funkcji, jakie miały planowo pełnić. Analizy rynku wskazują, że uniwersalność obiektów przemysłowo-produkcyjnych z punktu widzenia możliwości szybkiej zmiany profilu produkcji w nich prowadzonej, w sposób zdecydowany wpływa na ich wartość rynkową³³. Ponadto duża podaż mienia likwidowanych zakładów przemysłowych powoduje, że ich wartość rynkowa jest nieproporcjonalnie mała, w stosunku do nakładów jakie należałoby ponieść na ich odtworzenie, nawet uwzględnwszy ich zużycie.

Z drugiej strony rynek nieruchomości przemysłowych oraz ruchomych środków produkcyjnych, z powodów wyżej przedstawionych, jest słabo ukształtowany i jako taki (w chwili obecnej) nie daje możliwości znalezienia podobnych obiektów, mogących służyć jako baza porównawcza do szacowania wartości. Wszelkie pojawiające się próby rozwiązania tego problemu, należy uznać wyłącznie za mniej lub bardziej udane protezy, których zastosowanie szacuje wartość o związku bardzo dyskusyjnym z wartością rynkową. Z powyższych względów wartości wyszacowanych w podejściu majątkowym nie można uznać jako spełniających postulat obiektywności.

Metody z zakresu podejścia majątkowego choć de facto nie służą w sposób bezpośredni do wyceny przedsiębiorstwa (wyceniają jedynie jego majątek), to jednak wartości jakie otrzymujemy po wycenie tymi metodami wykorzystywane są na przykład w metodach mieszanych, które wyceniają już przedsiębiorstwo. Poza tym, procedura wyceny nie jest dokonaniem prostych, jednorazowych przeliczeń; nie opiera się na jednej metodzie. Jest raczej zbiorem szeroko zakrojonych działań złożonych z wielu metod, na podstawie których poprzez negocjacje dokonuje się ustalenia jego ostatecznej sprzedaży. Wielość stosowanych metod, w tym także metody majątkowe (księgowo), w ostatecznej konsekwencji rzucają szerokie światło na przedsiębiorstwo, pozwalając lepiej ocenić jego rzeczywistą wartość. W wypadku zaś gdy przedsiębiorstwo nie jest rentowne i nie przynosi stałych zysków, to nie można postrzegać jego wartości jako zdolności do kreowania nadwyżek finansowych, bo takiej zdolności po prostu nie ma. Jediną wartość jaką ono posiada to wartość jego majątku.

W grupie tej wyróżnić można następujące koncepcje wartości majątku przedsiębiorstwa:

- wartość księgową - „wartość księgową przedsiębiorstwa to suma
- wartości jego aktywów pomniejszona o pasywa bieżące i zob-

³³ Por. M. Kosińska, E. Schmidtke, *Wskaźnikowa metoda porównawcza wyceny rynkowej wartości nietypowych, z uwzględnieniem małych nieruchomości przemysłowych*/ Rzeczoznawca Majątkowy, 1994 nr 1, s.

wiązania długoterminowe”⁴⁴. Jest to wartość aktywów netto. Źródłem danych wykorzystywanych do ustalenia wartości majątku przedsiębiorstwa jest jego bilans. Jest to metoda relatywnie najmniej pracochłonna i najprostsza. Można ją przedstawić za pomocą następującej formuły⁴⁵:

$$Wp = A - Z$$

gdzie:

Wp	- wartość przedsiębiorstwa
A	- wartość aktywów
Z	- wartość zobowiązań bieżących i długoterminowych

wartość odtworzeniową - wartość odtworzeniowa majątku trwałego przedsiębiorstwa opiera się na założeniu, że majątek przedstawia wartość równą kosztom odtworzenia równoważnego lub podobnego potencjału wytwórczego. Źródłem danych dla ustalenia tej wartości są:

- aktualne katalogi cenowe, koszty odtworzenia własnych produktów,
- indeksy tworzone przez przedsiębiorstwo na podstawie rozpoznania rynku zaopatrzeniowego,
- autoryzowane indeksy cen poszczególnych rodzajów środków gospodarczych,
- branżowe indeksy cen.

Technicznie wycena oparta o wartość odtworzeniową sprowadza się do wyznaczenia bieżących kosztów odtworzenia poszczególnych składników majątku trwałego i skorygowaniu ich o bieżące umorzenie⁴⁶.

wartość likwidacyjną - wartość likwidacyjna jest tą wielkością, która odpowiada sumie jaką można uzyskać, w określonych warunkach społeczno-polityczno-gospodarczych, z upłynnienia majątku przedsiębiorstwa w drodze przetargu lub aukcji, pomniejszona o koszty likwidacji i zobowiązania, a także koszty zwolnienia pracowników, w wypadku gdy przedsiębiorstwo podlega rzeczywistej likwidacji⁴⁷. Wielkość ta nie występuje w każdym przypadku lecz tylko w dość specyficznym (choć jeśli chodzi

⁴⁴ Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, op. cit., s. 321

⁴⁵ Por. B. Nogalski, K. Głowacki, *Wartość przedsiębiorstwa w warunkach polskich - problemy z aplikacją wybranych metod*, Przegląd Organizacji nr 2 z 1994

⁴⁶ Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, op. cit., s. 325

⁴⁷ Tamże

⁴⁸ Por. *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady* op. cit., s. 67

o warunki polskie to dość powszechnym), jakim jest likwidacja przedsiębiorstwa“.

Według *koncepcji dochodowej* przedsiębiorstwo jest tyle warte, ile przyniesie dochodu; poczynszy od dzisiaj do nieskończoności, tj. w okresie objętym prognozą założenie to wydaje się lepiej odpowiadać przesłankom racjonalnego wyboru ekonomicznego. A zatem o wartości firmy decyduje skala korzyści osiąganych przez właścicieli z działalności przedsiębiorstwa, opartych na przyszłym zarządzaniu i potencjalnych możliwościach do osiągnięcia przez przedsiębiorstwo wyników“.

Koncepcja podejścia opartego na dochodzie abstrahuje od majątku przedsiębiorstwa jako źródła wartości. Grupa metod z podejścia dochodowego rozpatruje wartość przedsiębiorstwa z punktu widzenia jej wytwarzania i pomnażania, a w związku z tym ocenia ewentualną efektywność inwestycji kapitałowej. Jako punkt wyjścia służy tu okres zwrotu w różnych, mniej lub bardziej subtelnych mutacjach, oraz analiza efektywności przyszłej inwestycji z punktu widzenia ewentualnych alternatywnych zastosowań kapitału w zależności od czasu i ryzyka inwestycyjnego. Ujmowane technicznie jest to przez analizę (kalkulowanie⁴⁴ stopy dyskontowej, która ujmuje wyżej wymienione czynniki, a także sprowadza do porównywalności strumienie wartości (pieniędzy) na dany moment czasowy.

Pomimo jasnych założeń nie jest to podejście ani proste, ani łatwe w stosowaniu. Powodem tego są między innymi trudności związane z dokładnym oszacowaniem dochodów inwestora, wynikających z posiadanych praw własności. W praktyce dochody te imituje się przez nierównorzędne znaczeniowo surogaty⁴⁵ :

- dywidendy,
- przepływy pieniężne,
- zyski.

Wartość przedsiębiorstwa ustalana w wyniku podejścia dochodowego mieści w sobie syntetycznie ujęte informacje o całokształcie warunków zewnętrznych i wewnętrznych, w jakich funkcjonuje przedsiębiorstwo. Stanowi wypadkową wszystkich uwarunkowań korzystnych i niekorzystnych, uwzględniając przy tym ich wagę i wzajemne relacje. Uwzględnia ona także *zdolność dochodową majątku w postaci zasobów rzecz-*

⁴⁴ Por. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem, op. cf...* s. 322

⁴⁵ Biorąc pod uwagę ekonomiczne podejście do pojęcia *wartość*, które jest przez tę naukę traktowane jako użyteczność czyli stopień satysfakcji z posiadania danego dobra, a przedsiębiorstwo za główny swój cel ma generowanie nadwyżki finansowej, to będzie ono warte właśnie tyle ile tej nadwyżki będzie w stanie wygenerować. W związku z tym podejściem (które w sposób najbardziej trafny określa wartość firmy), należy podkreślić szczególne znaczenie grupy metod dochodowych w procesie wyceny.

⁴⁶ Por. M. Kufel *Metody wyceny przedsiębiorstw*, s. 19-20.

wych i pieniężnych, jak również niematerialne składniki majątkowe odnoszące się do reputacji (goodwill) przedsiębiorstwa, w tym zasoby ludzkie, sprawność organizacyjną, powiązania z otoczeniem itp.

Do zalet tego podejścia należy zaliczyć dynamizm, na który składa się: wynik wyceny możliwości rozwojowych przedsiębiorstwa, uwzględnienie go przy ustalaniu efektywności firmy, tj. zdolności do generowania nadwyżki pieniężnej oraz branie pod uwagę poziomu zarządzania. Za wady metod z tej grupy uznać należy relatywnie większą złożoność oraz znaczne ryzyko popełnienia błędu lub nawet dokonywania świadomych manipulacji. Chodzi tu w szczególności o problemy doboru parametrów i analizy ex ante warunków działania przedsiębiorstwa. Uzyskanie względnie dokładnych wyników w tego rodzaju analizach możliwe jest jedynie w stabilnych systemach gospodarczych oraz przy stosunkowo niskiej inflacji.

Znaczenie poznawcze podejścia dochodowego zależne jest w znacznym stopniu od interpretacji wyników i doświadczenia w prognozowaniu sytuacji gospodarczej.

Najczęściej stosowanym obecnie rozwiązaniem, również w Polsce, jest wycena przedsiębiorstwa w oparciu o przepływy pieniężne. Powszecchność stosowania wynika z tego, że uznaje się je za najbardziej zbliżony do ideału obraz dochodów właścicieli. Istotnym problemem jest ocena zdolności generowania przez przedsiębiorstwo tych strumieni. Prognoza przyszłych wyników przedsiębiorstwa ma w tym względzie podstawowe znaczenie. Skrupulatność i rzetelność jej przeprowadzenia warunkuje trafność wyceny a także niski stopień zafałszowania wyników. Jest to zrozumiałe, gdyż wynika z podstawowego założenia metod dochodowych. Dochody przedsiębiorstwa mogą być wyrażane na kilka sposobów, i jak wcześniej zaznaczyliśmy, mogą nimi być zyski, dywidendy oraz przepływy pieniężne (cash flows). Wymienione wielkości wymagają różnego podejścia, co innego znaczą a także inaczej się je interpretuje. Jako że charakteryzują się one własną specyfiką, a także z powodu tego, że w ogóle różnią się w podejściu do określenia dochodu, każde z nich posiada swoje wady i zalety. Nie jest to jednak tak istotne w tej chwili, jak fakt, z którym się ściśle wiążą wszystkie z wymienionych rodzajów dochodu. Fakt ten to nic innego, jak konieczność przewidzenia, czyli ich zaprognozowania.

Zasadniczym instrumentem powinna być w tym przypadku analiza SWOT (mocnych i słabych stron firmy oraz szans i zagrożeń pojawiających się w jej otoczeniu). Z naszych obserwacji wynika, że jest to narzędzie niedoceniane, bardzo często stosowane w sposób mechaniczny, bez zrozumienia jego istoty i korzyści płynących z jego stosowania.

Nierzadko zamiast analizy prawdopodobieństwa samorealizacji scenariuszy zagrożeń i możliwości przejścia do scenariusza szans, analizuje się wyłącznie historyczne dane księgowe i na ich podstawie tworzy przyszłe prognozy przepływów pieniężnych. Zapomina się o tym, że zjawiska gospodarcze charakteryzują się przede wszystkim dynamiką.

Analiza SWOT posiada naszym zdaniem fundamentalne znaczenie dla ustalenia czasu trwania przedsiębiorstwa. Generalnie domniemywa się, że o ile analiza SWOT nie wykaże żadnych zagrożeń mogących spowodować zahamowanie działalności przedsiębiorstwa, to okres przyniesienia dochodów przez przedsiębiorstwo przyjmuje postać tzw. wiecznej renty. W przeciwnym wypadku po upływie czasu trwania przedsiębiorstwa (mogącego wynikać z przyczyn tak wewnętrznych jak i zewnętrznych, na przykład wygaśnięcie koncesji, zużycie parku maszynowego, przyczyny statutowe, wyczerpanie złóż naturalnych), powinno być ono zlikwidowane a majątek upłynniony, daje to dodatkowe dochody - tzw. resztówkę. Jeżeli jednak przedsiębiorstwo nie ma z góry ustalonego czasu trwania swej egzystencji, na potrzeby przyszłych prognoz można ustalić trzy okresy, w których podmiot gospodarczy prowadzi swoją działalność. W okresie pierwszym, który w ustabilizowanych gospodarkach wynosi trzy lata zebrane informacje są najbardziej szczegółowe i najbardziej wiarygodne. Drugi okres charakteryzuje się mniejszą wiarygodnością. W okresie tym prognozy wyprowadzane są z trendów rozwoju gospodarki. Największą niepewnością charakteryzuje się trzeci okres; w zasadzie to brak jest jakichkolwiek informacji na ten temat. Przyjmuje się więc jako standard, że dochody w tym okresie kształtować się będą na poziomie z końca poprzedniego okresu.

Ważnym krokiem w podejściu dochodowym jest poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, jaką wartość posiadają przyszłe, (prognozowane) przepływy w chwili obecnej, tj. momencie na który sporządza się wyceny. Dokonuje się tego za pomocą dyskonta, przemnażając wartość cash flow z poszczególnych lat prognozy pn z współczynniki dyskontowe. Ich wartość wynika z przyjętego poziomu stopy dyskontowej i upływu czasu od momentu na który sporządzana jest wycena.

Prawidłowe określenie stopy dyskontowej wpływa w istotny sposób na trafność wyniku wyceny, a co za tym idzie, na jej jakość rozumianą jako miara poprawnego spełnienia funkcji (na przykład informacyjnej) stawianych tej wycenie. Jak zdolność ta może być ograniczona, niech świadczy fakt, że przy zachowaniu stałych wartości przepływów pieniężnych, podwyższenie stopy dyskontowej o dwa punkty, zaniża ich obecną wartość o przeszło 4 %.

W praktyce wyceny w Polsce brak jest wypracowanych technik, mogących prowadzić do oszacowania obiektywnych stóp dyskontowych dla wycenianych przedsiębiorstw, czy szerzej ujmując ocenianych przedsięwzięć inwestycyjnych. Najczęściej eksperci polscy przyjmują wartości stopy dyskontowej z przedziału 18 - 25 %^{**}, subiektywnie decydując o przyjęciu takiego, a nie innego jej poziomu. Takie podejście, sprowadzające się czasami do mechanicznego, nie popartego analizą ryzyka

^{**} Por. A. Kasmela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1994 s. 153.

przyjmowania określonej wartości stopy dyskontowej, w sposób istotny obniża jakość wykonanej wyceny, nie rzadko powodując konflikty pomiędzy zainteresowanymi stronami.

Alternatywą mogłoby być oszacowanie ryzyka i stopy dyskontowej metodami matematycznymi, wiążącymi premię za ryzyko z rynkiem kapitałowym. Jedną z szeroko omawianych jest na przykład metoda CAPM (capital asset pricing model). Zakłada ona, że premia za ryzyko jest funkcją ryzyka systematycznego, kształtowanego przez rynek giełdowy⁵⁰. Ryzyko niesystematyczne, związane z czynnikami wewnętrznymi danej firmy nie jest brane w tym wypadku pod uwagę. Założenie takie jest przyjmowane ze względu na możliwość dywersyfikowania tego ryzyka przez dobór odpowiedniego portfela posiadanych akcji. Z powyższych względów uważamy, że wartość tego modelu przy szacowaniu stopy dyskontowej jest ograniczona. Naszym zdaniem bardziej pomocna może być inna teoria będąca modyfikacją pierwszej, tzw. teoria APT (arbitrage pricing theory) uwzględniająca również indywidualne ryzyko związane z inwestowaniem w daną firmę. Stopa dyskontowa oszacowana przy pomocy tego modelu, mogłaby być sumą realnego oprocentowania aktywów wolnych od ryzyka i sumą serii premii za ryzyko, związanych z szerokim spektrum aspektów funkcjonowania firmy. Na przykład nie ulega wątpliwości, że podjęcie w spółkach publicznych odpowiednich działań strategicznych, w tym programów poprawiających jakość produktów, prowadzenie otwartej polityki informacyjnej i podjęcie działań public relations prowadzi do zwiększenia ich wartości. Podobny mechanizm powinien oddziaływać również w wypadku firm nie notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Ich poprawne lub nie, funkcjonowanie w tym zakresie, jak również stan finansowy, umiejętność stosowania narzędzi marketingowych i wiele innych aspektów działania, powinny mieć wpływ na poziom ryzyka inwestycyjnego, a co za tym idzie, na wysokość stopy dyskontowej i wartość firmy. Kluczowym w tym aspekcie staje się więc zagadnienie wytypowania zestawu czynników możliwie najlepiej obrazujących istotę funkcjonowania przedsiębiorstw w warunkach polskich, określenie ich natężenia oraz wpływu na ryzyko związane z ich funkcjonowaniem.

Przykład projektowania stopy dyskontowej dla firmy „X” w oparciu o powyżej przedstawiony opis metodą S. Pirsztuka i A. Reszke⁵² przedstawiono w tabeli 6.

⁵⁰ Por. S. P. Pratt, *Valuing a business*. Dow Jones-Irvin, Illinois 1989, s. 47

⁵¹ Tamże s. 51-52.

⁵² S. Kasiewicz, *Zarządzanie wartością spółki publicznej*, Rzeczoznawca Majątkowy, 1995, nr 7

⁵³ S. Pirsztuk, A. Reszke, *Wycena wartości przedsiębiorstwa „X”*, Materiał niepublikowany, 1996

Tabela 6

Określenie stopy dyskontowej dla firmy „X” na koniec 1996 roku

Aktywa bieżące	13 908 776,00
Zobowiązania bieżące	7 000 369,00
Zysk nie rozdzielony	280 735,48
Zysk przed opodatkowaniem	538 720,48
Kapitał własny	31 885 576,00
Kapitał podstawowy	2 430 871,00
Majątek trwały	30 698 917,00
Sprzedaż	43 478618,84
Suma aktywów	44 664 754,00
Kapitał obrotowy / aktywa	A = 0,154672
Zysk nie rozdzielony / aktywa	B = 0,006285
Zysk przed opodatkowaniem / aktywa	C = 0,012061
Kapitał podstawowy / kapitał obcy	D = 0,190221
Sprzedaż / aktywa	E = 0,973444
Wskaźnik <i>Altmana</i>	Zł 1.0320812
DANE WEJŚCIOWE	
Stopa zwrotu nominalna z inwestycji wolnych od ryzyka (bony skarbowe 13 tygodniowe - w okresie roku)	0,2087
Stopa inflacji (średnia stopa inflacji za 1996 r. i planowanej w 1997 r.)	0,1675
Wskaźnik syntetyczny ryzyka regionalnego dla miejscowości „Z” (według VI Mapy Ryzyka Inwestycyjnego IBnGR)	0,3300
Wskaźnik syntetyczny ryzyka branżowego dla branży „Y” EKD „C” (według VI Mapy Ryzyka Inwestycyjnego IBnGR)	0,1110
Wskaźnik <i>Altmana</i> dla firmy „X”	1,3208
Wskaźnik <i>Altmana</i> dla WGPW	4,1000
Współczynnik P/E dla WGPW (średnia z roku)	12
WYNIK OBLICZEŃ	
Realna wartość stopy zwrotu z inwestycji w aktywa pozbawione ryzyka	0,0353
Oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu z inwestycji w WGPW	0,0833
<i>Beta</i> ryzyka regionalnego	1,3400
<i>Beta</i> ryzyka branżowego	1,7431
<i>Beta</i> ryzyka standingu	1,6779
Stopa dyskontowa	12,85

Źródło: Opracowanie własne na podstawie S. Pirsztuka, A. Reszke, *Wycena wartości przedsiębiorstwa „X”*, Materiał niepublikowany, 1996

Podejście mieszane opiera się na połączeniu metod majątkowych z metodami dochodowymi szacowania wartości przedsiębiorstwa jako całości. Podstawę wyceny według tego podejścia stanowi wartość substancji majątkowej przedsiębiorstwa, którą można ustalić w miarę dość dokładnie. Przy określaniu „goodwill” zdolności przynoszenia zysku (wartość reputacji jest równa sumie zdyskontowanej w ciągu „n” lat, wartości spodziewanego zysku nad wymaganym przez inwestora niezbędnym zwrotem kapitału), elementy subiektywne, spekulatywne i niepewne podstawy szacowania są mniej istotne, niż przy podejściu dochodowym. Majątek przedsiębiorstwa równoważny jest więc kapitałowi, jaki powinien włożyć inwestor, aby wejść w jego posiadanie.

Inaczej mówiąc konstrukcja tego podejścia odpowiada na pytanie: czy wartość aktywów przedsiębiorstwa nie jest wyższa niż przewidywane zaktualizowane zyski ?.

Podejście to łączy w sobie zalety wyżej wymienionych podejść, biorąc z nich to, co stanowi ich istotę, równocześnie eliminuje ich wady. Pewne wątpliwości co do przydatności tego podejścia może wywołać jego niejednorodna konstrukcja. Z uwagi na eklektyczność podejścia, potencjalni użytkownicy nie są w stanie odnieść jej zalet do znanych i stosowanych podejść klasycznych, tzn. dochodowego lub opartego na wartości majątku, czy też rynkowego.

Natomiast z punktu widzenia sposobu prezentacji wyniku oraz organizacji samej wyceny formuła niniejsza ma istotne zalety, gdyż w sposób bezpośredni sugeruje strategię prowadzenia negocjacji w sprawach zmian własnościowych. Sama formuła wyznacza też granice pola decyzyjnego, w jakim muszą się poruszać negocjatorzy chcący sprzedać przedsiębiorstwo jako zorganizowaną całość. Oczywiście negocjatorzy dotychczasowego właściciela nie znają wysokości oczekiwanej stopy zwrotu potencjalnego nabywcy, są jednak w stanie wyznaczyć graniczną stopę zwrotu, przy której przedsiębiorstwo zaczyna tracić swoją wartość jako organizacja. Ich zadaniem, posługując się wyceną dochodową przy pomocy tego podejścia, jest uzyskanie stopy zwrotu nabywcy, niższej od granicznej. Negocjacje obracają się głównie wokół ustalenia właściwej- oczekiwanej stopy zwrotu kapitału, możliwej do zaakceptowania przez obie strony przetargu⁵³. Wydaje się, że w obecnej sytuacji gospodarki polskiej (ze względu na niską rentowność wielu polskich przedsiębiorstw), właśnie metody z tej grupy powinny znaleźć szersze zastosowanie.

⁵³ Por. T. Budzłak, op. *cit.*, s. 12

6.4. Podstawy prawne określania wartości i ceny firmy

Polska praktyka gospodarcza dopiero od niedawna zetknęła się z potrzebą i metodami wyceny przedsiębiorstw, w związku z prywatyzacją gospodarki. W tym zakresie przedsiębiorstwa posiadają znaczną swobodę wyboru, bowiem wycena wartości firmy, powinna być przeprowadzona przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, wybranych spośród następujących:

- na podstawie zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych,
- według wartości odtworzeniowej,
- według wartości aktywów netto,
- według rynkowej wartości likwidacyjnej,
- przy zastosowaniu mnożnika zysku.

Wskazane powyżej spektrum metod odnosi się do szerokiej grupy przedsiębiorstw i posiada fakultatywny charakter. Jak wskazują doświadczenia praktyczne, szacunek wartości przedsiębiorstwa powinien opierać się na jednej z metod majątkowych (wartość substancji) i jednej dochodowej, jeżeli zaś planuje się zastosować tylko metody majątkowe, wówczas przynajmniej jedna z nich powinna być metodą rynkową.

Formułowane wobec tego stanowiska zastrzeżenia stwierdzają, że z wymienionego wykazu metod wyceny, jedynie metody „zdyskontowanych strumieni pieniężnych” i „mnożnika zysku” są odpowiednimi dla wyceny wartości przedsiębiorstwa. Dla pozostałych, właściwym polem zastosowań jest wykorzystanie ich do wyceny składników mienia przedsiębiorstwa.

W formułowanych zastrzeżeniach zwraca się uwagę na brak precyzji w określeniu wymienionych metod. Pozwala to na dużą dowolność w stosowaniu różnych sposobów i wyrażeń pomiaru będących podstawą dokonywanego szacunku. Dla przykładu metoda wyceny według wartości odtworzeniowej może być oparta na „wskaźniku siły nabywczej pieniądza”, „kosztach odtworzenia”, „cenie nabycia”, przy czym te ostatnie mogą różnić się w zależności od rynku z którego pochodzą (ryнку sprzedawcy, nabywcy, lokalizacji danego składnika, krajowego czy światowego).

W formułowanych zastrzeżeniach wskazuje się, że takie metody „wartość aktywów netto” i „rynkowej wartości likwidacyjnej”, służąc jedynie określeniu składników mienia przedsiębiorstwa są niemal tożsame, bowiem wartość tych pierwszych można określić przez ustalenie ich wartości likwidacyjnej w cenach rynkowych.

Słusznie także zauważa się, że rekomendując metody „wartości odtworzeniowej”, „aktywów netto” czy „rynkowej wartości likwidacyjnej” do określenia wartości przedsiębiorstwa, przyjęto jakby założenie, iż w wyni-

ku procesu przekształceń następuje ekonomiczna likwidacja podmiotu wyceny. Nie jest to prawdą. W odniesieniu do procesów prywatyzacji (w przeciwieństwie do przypadków charakteryzowanych w art 19 ustawy o przedsiębiorstwie państwowym lub w prawie upadłościowym) mamy do czynienia najczęściej z zasadą kontynuacji działalności *często wzbogacone o nowe rodzaje*). Oznacza to, że przejście przedsiębiorstwa z formy własności państwowej w formę własności prywatnej następuje bez przerwania (likwidacji) jego bytu ekonomicznego. Likwidacji ulega natomiast jego byt prawno-organizacyjny.

W niektórych aktach prawnych związanych z procesem prywatyzacji podkreśla się potrzebę odniesienia wycen do aktualnych cen rynkowych. Tak zarządzenie w sprawie zasad ustalenia należności za korzystanie z mienia Skarbu Państwa stwierdza, że organ założycielski może akceptować wycenę przedsiębiorstwa, albo zorganizowanych części tego przedsiębiorstwa, dokonaną przy uwzględnieniu aktualnych cen rynkowych. Potrzebę taką podkreśla również uzasadnienie tego zarządzenia.

Występuje tu jednak sprzeczność z innym rozporządzeniem byłego Ministerstwa Przekształceń Własnościowych, które stwierdza, że porównanie wyników wyceny (dokonanej przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny, w szczególności spośród wcześniej wymienionych, stanowi podstawę do ustalenia wartości firmy. Przy czym wspomniane rozporządzenie traktuje rynkową wartość likwidacyjną jako równorzędna wobec innych metod.

Pośrednio potrzebę aktualnych cen rynkowych odzwierciedla również rozporządzenie w sprawie zasad prowadzenia rachunkowości, które stwierdza, że jednostki, które postawiono w stan likwidacji obowiązane są wykazać składniki majątku, według cen sprzedaży możliwych do uzyskania za nie, zaliczając różnice z tego tytułu do strat lub zysków nadzwyczajnych, pod datą otwarcia likwidacji lub ogłoszenia upadłości.

Z problemem tym wiąże się kilka wątpliwości:

Po pierwsze - w sytuacji gdy w Polsce nie istnieje rozbudowany rynek takich towarów (dóbr) jak „przedsiębiorstwo” jest to problem istotny;

Po drugie - istniejący rynek, to rynek rzeczywistych składników majątkowych;

Po trzecie - nierozstrzygniętą kwestią pozostaje z jakiego rynku należy wziąć pod uwagę cenę, aby adekwatny był atrybut „aktualna cena rynkowa”

Po czwarte - brak precyzyjnie określonego momentu dokonania oszacowania wartości, co w warunkach inflacji ma swoją wymierną wagę.

Problemu tego niestety precyzyjnie nie wyjaśniają akty prawne towarzyszące procesowi prywatyzacji przedsiębiorstw w Polsce.

Większość teoretyków uważa jednak, że choć wycena dokonana przez ekspertów jest tylko podstawą do negocjacji ceny, która po zaakceptowaniu przez zainteresowane strony staje się ceną rynkową, mogącą różnić się od ceny ekspertów i która stanowić będzie punkt odniesienia dla podobnego typu transakcji, to jednak eksperci wyspecjalizowani w tej dziedzinie wypracowali szereg metod. Procedury te - w większości bazujące na wykorzystaniu sformalizowanych procedur obliczeniowych - umożliwiają przede wszystkim określenie teoretycznej wartości firmy, na ogół różniącej się od ceny realnej, uzgadnianej ostatecznie w czasie transakcji kupna- sprzedaży.'

W tym świetle, problemem najbardziej istotnym jest przede wszystkim stwierdzenie, na ile w obecnej sytuacji, wyceny dokonywane metodą rynkową mogą odbiegać od wartości księgowej netto.

6.5. Problemy z aplikacją wybranych metod wyceny wartości przedsiębiorstw w warunkach polskich

6.5.1. Metody majątkowe

Z trzech możliwych ujęć wartości przedsiębiorstwa: księgowej, odtworzeniowej, likwidacyjnej- każda z nich przedstawia inną treść ekonomiczną.

Wartość księgowa ze względu na niedoskonałość techniki księgowania (przypomnijmy trudności naliczania amortyzacji, która by wiernie odzwierciedlała proces zużycia danych środków trwałych lub politykę podatkową rządów, dotyczącą tempa amortyzacji) powodują, że wartość księgowa może znacznie nawet różnić się od wartości rynkowej. W Polsce dodatkowo wpływa na to system aktualizacji majątku trwałego, dokonany w latach 1989-1995. Wartość ta abstrahuje zwłaszcza w grupie środków rzeczowych od sytuacji ekonomicznej kraju, zwłaszcza znacznego, że nie powiemy gwałtownego spadku popytu na całe grupy środków trwałych i niechęć zakupu niektórych obiektów (na przykład ośrodki wypoczynkowe, budynki itp.). Nieco wierniej wartość księgowa oddaje wartość aktywów obrotowych, których cykl rotacji jest szybszy. Tutaj niezgodności między wartością księgową a rynkową dotyczą grupy zapasów „nieszkodliwych”, wyrobów gotowych, podobnych zapasów magazynowych, a także pozycji „należności”, których uprawdopodobnienie spłaty jest często bardzo niskie. Zgodnie z art.1025 k.c. wierzyciel dochodzący swoich roszczeń jest na siódmym miejscu w kolejności ich zaspokajania po pracownikach, ZUS-ie, Skarbie Państwa itd.

Ponadto, szereg dóbr materialnych nie ma w ogóle wyceny. Abstrahujemy tu od „goodwill”, którego znaczenie według nas jest w warunkach polskich, w odniesieniu do mniej znanych lokalnych przedsiębiorstw, przesadne ale dotyczyć może na przykład szeregu produktów (piwo, słodycze), dóbr przyjętych na rynku, które mają istotny wpływ na wielkość sprzedaży i zysków.

Mniejsze problemy występują z wartością odtworzeniową, której koncepcja jako ceny zakupu jest prosta. W Polsce jej mankamenty występują przede wszystkim w odniesieniu do budynków i budowli. Część z nich była budowana w końcu lat sześćdziesiątych i siedemdziesiątych według materiałochłonnych technologii, są to obiekty o dużych kubaturach. Wszystko to powoduje, że proste przeliczenie na zasadzie aktualnych kosztów 1m² lub 1m³ metrażu wycenia te obiekty bardzo wysoko. Natomiast nieliczny obrót jaki występuje zmniejsza tę wartość o 50- 70%.

Wartość likwidacyjna (rynkowa, zbycia) jest najbardziej realną wartością. Tym nie mniej należy zwrócić uwagę, że dobrze ukształtowany rynek wtórny na środki trwałe dotyczy tylko komputerów, samochodów, środków transportu, częściowo sprzętu budowlanego i w pewnej części kserografów. Słabo jest rozbudowana informacja o cenach osiąganych w przetargach na poszczególne środki. Wartość ta dotyczy tylko pojedynczych środków trwałych. Tym większy problem powstaje w wypadku wyceny praw użytkowania wieczystego ziemi (w Polsce 95% obrotu ziemią w miastach dotyczy działek budowlanych), budynków i budowli.

Przy wycenie przedsiębiorstwa od kwoty uzyskanej ze sprzedaży w cenach rynkowych poszczególnych aktywów należy odjąć jego zobowiązania oraz koszty likwidacji, tj. koszty odpraw pracowniczych, utrzymania likwidatora, ochrony i zabezpieczenia majątku itp. Praktyka wskazuje, że niekiedy są to koszty bardzo wysokie.

Poniżej postaramy się zilustrować przykładem pojawiające się rozbieżności między wartością księgową a rynkową i wyjaśnić ich przyczyny.

Na wycenę majątkową mają wpływ: wielkość aktywów i wielkość zobowiązań. Przy czym aktywa dzielą się na: aktywa trwałe i aktywa obrotowe. Na podstawie głównych składników charakteryzujących te wielkości, wskazać można następujące pozycje, których wycena księgowa może szczególnie rażąco odbiegać od rynkowej.

Majątek trwały i inwestycje - pozycja ta może szczególnie rażąco odbiegać od cen rynkowych, zwłaszcza w pozycjach budynki, budowle, inwestycje w toku. W tabeli 7 przytoczono przykłady, z których wynika, że budynki i budowle nie są w stanie osiągnąć nawet 1/3 wartości księgowej, dotyczyć to może także udziałów krajowych, które są wskazywane najczęściej w wartości nominalnej.

Majątek obrotowy - różnice między jego wartością rynkową a księgową są mniejsze niż w przypadku aktywów trwałych, gdyż podlega on szybszej rotacji. Jednak i w tym wypadku niektóre z tych aktywów mogą

się znacznie różnić od wartości rynkowej. Dotyczy to na przykład grupy zapasów, w tym przykładowo materiałów przez wiele lat składowanych w magazynie, towarów rynkowo niechodliwych, produktów na które nie ma zbytu itp. Drugą taką grupą, gdzie wycena rynkowa może odbiegać od księgowej są należności, z których część można uznać za nie ściągalne z różnych przyczyn. Oczywiście żadnym zmianom nie ulegną środki pieniężne, które są zawsze wyrażone w wartości nominalnej.

Zobowiązania - jeśli chodzi o zobowiązania, to na ogół przyjmuje je się w ich wartości nominalnej, powiększone o ewentualne odsetki w wypadku ich przeterminowania. Należy zwrócić uwagę, że przyjęcie ich w niższej wartości niż wynika to z zapisów księgowych wpływa w zasadzie dodatnio na wartość firmy zgodnie z wzorem:

$$W_p = A - Z$$

gdzie:

- W_p - wartość przedsiębiorstwa,
- A - aktywa przedsiębiorstwa,
- Z - zobowiązania.

Na podstawie powyższego przykładu stwierdzamy, że wycena księgowa nie spełnia wymogów porównywalności z realnymi cenami rynkowymi (dotyczy to również cen odtworzeniowych i likwidacyjnych). Dlatego uważamy, że metody te winny być stosowane przede wszystkim do porównywania i kontroli wyników, uzyskiwanych innymi metodami. Jedynie w specyficznych wypadkach, takich jak likwidacja przedsiębiorstwa lub analiza alternatyw inwestycyjno - odtworzeniowych, mogą stać się one decydującym źródłem informacji dla wyznaczenia wartości decyzyjnej.

Tabela 7

Zestawienie budynków i budowli przeznaczonych do zbycia w miejscowości „X” i jej okolicy w latach 1994 -1996

L p.	Wyszczególnienie	Wartość księgową w tys. zł	%	Cena wywoławcza 1. przetargu w tys. zł.	% do wartości księgowej	Cena wywoławcza 1. przetargu w tys. zł.	Uwagi
1.	Budynek biurowo-magazynowy	220,00	100,00	160,00	45,5	100,00	Brak nabywcy
2.	Hala produkcyjna	220,00	100,00	220,00	54,5	120,00	Brak nabywcy, ogłoszona za 1/3 ceny, na raty
3.	Budynek produkcyjny dwupiętrowy	350,00	100,00	120,00	22,9	80,00	Brak nabywcy, wyceńna dochodowa 145,00 zł.
4.	Budynek produkcyjno - magazynowy	950,00	100,00	300,00	26,3	250,00	Brak nabywcy, wyceńna od tworzenia 750,00 zł, dochodowa 340,00 zł.
5.	Budynek produkcyjno - magazynowy	440,00	100,00	200,00	34,1	150,00	Brak nabywcy Wyceńna 235,00 zł.
Razem		2180,00	100,00	1000,00	45,9	700,00	

Źródło : Opracowanie własne

6.5.2. Metody dochodowe

Do metod tych w Polsce w obecnej chwili należy podchodzić z dużą ostrożnością, dlatego, że wycen tego typu (jak wcześniej wspomnieliśmy) sporządza się często w pierwszej kolejności przede wszystkim na zapisach historycznych (lata ubiegłe), a dopiero później na projekcji przyszłości. Tymczasem rzeczywistość może różnić się zarówno od historii jak i projekcji zwłaszcza w okresie kryzysu, braku stabilizacji, zawężenia i likwidacji pewnych rynków (np. rolnictwo uspołecznione) i wysokiej inflacji.

Metody te przy ustabilizowaniu rynku i otoczenia w miarę obiektywnie oceniają wartość przedsiębiorstwa. Natomiast przy dużej turbulencji otoczenia mogą okazać się zawodne. Szczególną trudność sprawia, jak wcześniej wspomnieliśmy, konstrukcja stopy dyskontowej, która odzwierciedla efektywność alternatywnych zastosowań kapitału, jak i stopień ryzyka inwestora, nabywającego dane przedsiębiorstwo. Wysoka inflacja powoduje również, że rachunki te (symulacje) prowadzi się w cenach stałych, ze względu na trudności przewidzenia poziomu inflacji w latach następnych.

Przy znacznych przeszacowaniach środków trwałych w ciągu ostatnich 3-4 lat również szereg miar efektywności zasobów jest praktycznie nieporównywalnych, oddając „skokowy” charakter aktualizacji środków trwałych. Nieco łatwiej liczyć efektywność strumieni (sprzedaży, kosztów, zysków) zwłaszcza przy analizie w wartościach względnych.

Ze względu na obniżenie się skali produkcji i sprzedaży oraz rentowności (recesję lub niewykorzystanie zdolności produkcyjnych), wyceny te znacznie się różnią od wycen księgowych czy odtworzeniowych, co z kolei jest przedmiotem kontrowersji między sprzedającym a kupującym, *podobnie jak i modelowanie* w projekcji przepływów pieniężnych wysokich nakładów inwestycyjnych (środki trwałe posiadane przez polskie przedsiębiorstwa umorzone są często w 80-90%) i przyrostu środków obrotowych netto (należności a więc kredytowania odbiorców).

Wyniki uzyskane tą metodą pozwalają wówczas na oszacowanie stopnia względnego wykorzystania majątku trwałego przedsiębiorstwa i jego potencjału produkcyjnego, poprzez porównanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa z jego wartością odtworzeniową. Metody dochodowe w konsekwencji ich stosowania, obnażają słabą zdolność polskich firm do generowania zysku, przy obecnym stanie rynku i gospodarki. Często jednak w praktyce dokonywania wyceny są one stosowane mechanicznie, a krańcowy koszt kapitału jest wręcz przyjmowany machinalnie, bez głębszej analizy i zrozumienia.

ROZDZIAŁ VII

WYCENA WARTOŚCI FIRMY - UJĘCIE PRAKTYCZNE

W tej części książki zaprezentujemy w sposób syntetyczny i na konkretnym przykładzie, wybrane spośród wcześniej przedstawionych, metody wyceny firmy.

7.1. Założenia ogólnometodyczne wyceny

Przedmiotem wyceny jest „FIRMA XYZ” spółka z ograniczoną odpowiedzialnością. Wyceną objęto Spółkę jako całość. Dane bazowe zawarte w opracowaniu odzwierciedlają stan na 31.12.1995 roku.

Wyceny wartości dokonano w związku z zamiarem przekształcenia spółki z ograniczoną odpowiedzialnością w spółkę akcyjną.

W wycenie zastosowano metodykę opartą na czterech podejściach:

- a. majątkowym - w którym analizowano wartość majątku Spółki (aktywów netto),
- b. dochodowym - w którym analizowano wartość dochodową, tj. możliwość generowania przez Spółkę dochodu pieniężnego,
- c. mieszanym - w którym łącznie analizowano wartość majątku (aktywów netto) i dochodowość Spółki,
- d. rynkowym - w którym analizowano wartość Spółki za pomocą mnożnika zysku.

Dla potrzeb wyceny zastosowano cztery metody wyceny:

1. metodę księgową (aktywów netto) - opartą na analizie stanu ewidencyjnego oraz stanu skorygowanej wartości majątku Spółki,
2. metodę dochodową - opartą na zdyskontowanych przyszłych strumieniach pieniężnych netto w założonym okresie zwrotu kapitału; dla potrzeb obliczeń opracowano biznes plan Spółki na lata 1997- 2001,
3. metodę mieszaną - opartą na analizie sum wartości majątku i "goodwill" (reputacji) Spółki,

4. metodę rynkową - opartą na mnożniku zysków z notowań giełdowych.

Wyniki uzyskane wymienionymi metodami porównano ze sobą.

7.2. Wycena wartości księgowej (aktywów netto)

7.2.1. Założenia metody

Przyjęta technika wyceny wartości księgowej „*FIRMY XYZ*” opiera się na następujących założeniach:

1. Ewidencyjnym spółki. Prawidłowość i wiarygodność wyników wartości księgowej wymagała zapoznania się z organizacją służby finansowo-księgowej, metodami jej pracy, wyposażeniem technicznym i potencjałem kadrowym. Przeprowadzone rozpoznanie (wywiad z kierownictwem, Przy wycenie wartości księgowej wykorzystano dane informacyjne zawarte w systemie przegląd dokumentacji) dało podstawę do pozytywnej oceny stanu ewidencyjnego przedsiębiorstwa, tak w aspekcie organizacji, jak też jakości przygotowanych materiałów. Praca w księgowości „*FIRMY XYZ*” prowadzona jest rzetelnie, przy wykorzystaniu nowoczesnych metod i środków technicznych.
2. Za podstawowe dokumenty źródłowe przyjęto sprawozdanie bilansowe i stan bilansowy na dzień 31 grudnia 1995 roku wraz z opinią biegłych rewidentów oraz stany bilansowe na dzień 31 grudnia za lata 1992 -1994. Ekspertki wyceniający spółkę uzyskali pełne dane bilansowe za te lata.
3. Zastosowana metodyka oszacowania opiera się na ustaleniu wartości księgowej i rynkowej składników majątkowych spółki, pomniejszych zobowiązania. Oszacowanie objęło majątek własny spółki i dokonane zostało według stanu na 31.12.1995 roku. Wartości podano w tys. zł PLN bez znaku po przecinku, chyba że zaznaczono inaczej l.2. Podstawowe dokumenty informacyjne
4. Głównymi źródłami informacyjnymi dla potrzeb wyceny wartości księgowej „*FIRMY XYZ*” były dokumenty wewnętrzne, w tym: sprawozdania sporządzane na formularzach GUS (F-02, F-01), zestawienia sald i obrotów na kontach syntetycznych, wydruki i wypisy z ksiąg inwentarzowych środków trwałych oraz inne mate-

riały i sprawozdania opracowywane przez służbę finansowo-księgową.

7.2.2. Aproksymacja wartości księgowej.

W dniu sporządzania wyceny (31.12.1995) wystąpiły następujące wartości księgowe (ewidencyjne) poszczególnych składników majątku (por. tabela 8) a także poszczególne pozycje źródeł jego pochodzenia.

Mechaniczne odczytanie wartości bilansowych z dokumentów przedsiębiorstwa nie może stanowić podstawy dla realnej oceny wartości majątku przedsiębiorstwa, ponieważ w bilansie występują pozycje, których nie można uznać jako realne, biorąc za podstawę wyceny ich zapis nominalny. Dotyczyć to między innymi zaliczek na poczet inwestycji, zapasów, należności, roszczeń i innych pozycji aktywów firmy. I tak dla przykładu zapis bilansowy pozycji zaliczki na poczet inwestycji, nie uwzględnia stopnia zaawansowania robót, wzrostu cen budowy, cen zbycia, a zapis bilansowy zapasy szybkości ich rotacji. W związku z powyższym ich nominalna wartość wymaga skorygowania o określone wskaźniki. Podobnie rzecz się ma jeśli chodzi o należności i roszczenia. Ich nominalna wartość także wymaga skorygowania o wskaźniki ustalone w oparciu o ich ściągalskość (por. tabela 9). W naszym przykładzie wystąpiła pierwsza okoliczność, nie wystąpiła zaś okoliczność dotycząca zapasów oraz należności.

Dokonana w pozycji-zaliczki na poczet inwestycji¹ korekta spowodowała, że majątek „FIRMY XYZ” w ujęciu skorygowanym przedstawia się jak w tabeli 10. Również korekcie podlegały pasywa „FIRMY XYZ” z tytułu rozliczeń międzyokresowych i przychodów przyszłych okresów² (por. tabela 9 i 11).

¹ Dla potrzeb wyceny skorygowaną metodą aktywów netto dokonano korekty zaliczek na poczet inwestycji (budowa budynku biurowego). Po określeniu zaawansowania robót, wzrostu cen budowy powierzchni biurowych, cen zbycia oraz aktów notarialnych dokonano korekty wartości zaliczek o wskaźnik korygujący 1,9 do kwoty 2 294 000 zł.

² W skorygowanej metodzie aktywów netto wykazano wartość przychodów przyszłych okresów. Ich wartość została ujęta w skorygowanych pasywach netto jako zysk osiągnięty z tytułu tych przychodów.

Korekta wyszczególnionych rozliczeń międzyokresowych i przychodów przyszłych okresów przedstawiona jest poniżej.

	Przed korektą	Po korekcie
Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów ogółem	3.795 tys. zł	(-683) tys. zł
Przychody przyszłych okresów (zysk uzyskany z przychodu)	3.795 tys. zł	(-683) tys. zł

Tabela 8

Ewidencyjnie (księgowo) ujęte aktywa (majątek) „FIRMY XYZ”
(w zł bez znaku po przecinku)

	Majątek trwały	12931862
	Wartości niematerialne i prawne	0
	Koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym przekształceniu spółki akcyjnej	0
	Koszty prac rozwojowych	0
	Wartość firmy	0
	Inne wartości niematerialne i prawne	0
	Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0
II	Rzeczowy majątek trwały	2076245
	Grunty własne	0
	Budynki i budowle	0
	Urządzenia techniczne i maszyny	757493
	Środki transportu	96266
	Pozostałe środki trwałe	15123
	Inwestycje rozpoczęte	0
	Zaliczki na poczet inwestycji	1207364
	Finansowy majątek trwały	0
	III	

	Udziały i akcje	0
	Papiery wartościowe	0
	Udzielone pożyczki długoterminowe	0
	Inne składniki finansowego majątku trwałego	0
IV	Należności długoterminowe	10855616
	Majątek obrotowy	774126
1	Zapasy	171909
	Materiały	0
	Półprodukty i produkty w toku	0
	Produkty gotowe	0
	Towary	171909
	Zaliczki na poczet dostaw	0
II	Należności i roszczenia	224032
	Należności z tytułu dostaw i usług	137389
	Należności z tytułu podatków, dotacji i ubezpieczeń społecznych	82471
	Należności wewnątrzzakładowe	0
	Pozostałe należności	4172
	Należności dochodzone na drodze sądowej	0
III	Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu	0

	Udziały lub akcje własne do zbycia	0
	Inne papiery wartościowe	0
IV	Środki pieniężne	378185
	Środki pieniężne w kasie	38901
	Środki pieniężne w banku	337284
	Inne środki pieniężne	2000
	Rozliczenia międzyokresowe	12459
	Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów	12459
	Inne rozliczenia międzyokresowe	0
	Razem aktywa	13718447

Źródło: Opracowanie własne

Tabela 9

Pasywa obce „FIRMY XYZ” w ujęciu ewidencyjnym
(w zł bez znaku po przecinku)

	Rezerwy i inne pasywa	0
	Rezerwy na podatek dochodowy od osób fizycznych i prawnych	0
	Pozostałe rezerwy	0
	Inne pasywa	8983097
	Zobowiązania długoterminowe	0

	Długoterminowe pożyczki, obligacje i papiery wartościowe	8922146
	Długoterminowe kredyty bankowe	60951
	Pozostałe zobowiązania długoterminowe	252353
	Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne	250409
1	Zobowiązania krótkoterminowe	0
	Pożyczki, obligacje i papiery wartościowe	60774
	Kredyty bankowe	935
	Zaliczki otrzymane na poczet dostaw	140319
	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	268535,66
	Zobowiązania wekslowe	0
	Zobowiązania z tytułu podatków, cel i ubezpieczeń społecznych	47580
	Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	0
	Zobowiązania wewnątrzzakładowe	0
	Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	800
II	Fundusze specjalne	1945
	Rozliczenia międzyokresowe i przychody przyszłych okresów	3794929
	Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów	0
	Przychody przyszłych okresów	3794929
	Razem pasywa obce	1 t m n i 7 Q 13030379

Źródło: Opracowanie własne

Wynik:

Razem aktywa ewidencyjne (księgowo)	13 718 447
Razem pasywa obce ewidencyjne (księgowo)	13 030 379
<i>Wartość ewidencyjna netto</i>	688 068

Tabela 10

Aktywa (majątek) „FIRMXYZ” w ujęciu skorygowanym
(w zł bez znaku po przecinku)

	Majątek trwały	14018489
	Wartości niematerialne i prawne	0
	Koszty organizacji poniesione przy założeniu lub późniejszym przekształceniu spółki akcyjnej	0
	Koszty prac rozwojowych	0
	Wartość firmy	0
	Inne wartości niematerialne i prawne	0
	Zaliczki na poczet wartości niematerialnych i prawnych	0
	Rzeczowy majątek trwały	3162873

	Grunty własne	0
	Budynki 1 budowle	0
	Urządzenia techniczne i maszyny	767493
	Środki transportu	96266
	Pozostałe środki trwałe	16123
	Inwestycje rozpoczęte	0
	Zaliczki na poczet inwestycji	2293991
■	Finansowy majątek trwały	0
	Udziały i akcje	0
	Papiery wartościowe	0
	Udzielone pożyczki długoterminowe	0
	Inne składniki finansowego majątku trwałego	0
IV	Należności długoterminowe	10855616
	Majątek obrotowy	774126
1	Zapasy	171909
	Materiały	0
	Półprodukty i produkty w toku	0
	Produkty gotowe	0
	Towary	171909

	Zaliczki na poczet dostaw	0
II	Należności i roszczenia	224032
	Należności z tytułu dostaw i usług	137389
	Należności z tytułu podatków, dotacji i ubezpieczeń społecznych	82471
	Należności wewnątrzzakładowe	0
	Pozostałe należności	4172
	Należności dochodzone na drodze sądowej	0
III	Papiery wartościowe przeznaczone do obrotu	0
	Udziały lub akcje własne do zbycia	0
	Inne papiery wartościowe	0
IV	Środki pieniężne	378185
	Środki pieniężne w kasie	38901
	Środki pieniężne w banku	337284
	Inne środki pieniężne	2000
	Rozliczenia międzyokresowe	12459
	Czynne rozliczenia międzyokresowe kosztów	12459
	Inne rozliczenia międzyokresowe	0
	Razem aktywa	14804926

Źródło: Opracowanie własne

**Pasywa obce „FIRMY XYZ” w ujęciu skorygowanym
(w zł bez znaku po przecinku)**

	Rezerwy 1 inne pasywa	0
	Rezerwy na podatek dochodowy od osób fizycznych i prawnych	0
	Pozostałe rezerwy	0
	Inne pasywa	8983097
	Zobowiązania długoterminowe	0
	Długoterminowe pożyczki, obligacje i papiery wartościowe	8922146
	Długoterminowe kredyty bankowe	60951
	Pozostałe zobowiązania długoterminowe	252353
	Zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne	250409
1	Zobowiązania krótkoterminowe	0
	Pożyczki, obligacje i papiery wartościowe	60774
	Kredyty bankowe	935
	Zaliczki otrzymane na poczet dostaw	140319
	Zobowiązania z tytułu dostaw i usług	268535,66
	Zobowiązania wekslowe	0
	Zobowiązania z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych	47580
	Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	0

	Zobowiązania wewnątrzzakładowe	0
	Pozostałe zobowiązania krótkoterminowe	800
II	Fundusze specjalne	1945
	Rozliczenia międzyokresowe 1 przychody przyszłych okresów	-683087
	Bierne rozliczenia międzyokresowe kosztów	0
	Przychody przyszłych okresów	-683087
	Razem pasywa obce	8552363

Źródło: Opracowanie własne

Wynik:

Razem aktywa skorygowane	14 804 926
Razem pasywa obce skorygowane	8 552 363
Skorygowane aktywa netto	6 252 563

W wyniku dokonanej wyceny wartości księgowej (w zł) przyjęto, że:

Wartość ewidencyjna netto wynosi	688 068
Wartość skorygowana netto wynosi	6 262 563

Za realną wartość księgową uznano (zgodnie z teoretycznymi aspektami metody księgowej) różnicę między wielkością aktywów (skorygowaną) a pasywami obcymi. Na tak rozumianą skorygowaną wartość księgową netto aktywów składa się suma wartości majątku trwałego (po odliczeniu ich umorzenia), suma wartości majątku obrotowego (skorygowana o zapasy, a także o należności nie zapłacone w terminie) oraz rozliczeń międzyokresowych, pomniejszona o wartość pasywów obcych.

7.3. Wycena wartości dochodowej

7.3.1. Założenia metody - założenia ogólne biznes planu

Wartość dochodową obliczono w niniejszym przykładzie za pomocą standardowej formuły NPV, gdzie jako wyraz zyskowności przedsiębiorstwa uznano strumień przepływów pieniężnych (cash flow). W celu ustalenia omawianej wielkości należało przeprowadzić standardową procedurę budowania biznes planu, opracować projekt działalności inwestycyjnej, ustalić strategiczną pozycję firmy (analiza SWOT), przeprowadzić projekcję sprzedaży, rachunku wyników, sprawozdania z przepływów środków pieniężnych, ustalić stopę dyskontową.

Dla potrzeb biznes planu przyjęto następujące założenia:

- okres planowania obejmuje 5 lat (lata 1996-2000), biznes plan przygotowano stosując aktualnie obowiązujące wzory sprawozdań finansowych,
- obliczenia przeprowadzono według wytycznych metodologii UNIDO (United Nations Industrial Development Organization),
- w obliczeniach założono ceny stałe z uwagi na brak merytorycznych przesłanek do szacunków stopy inflacji w kolejnych latach analizy, stopa inflacji (aktualna) ujęta jest w stopie dyskonta przy wycenie wartości Spółki,
- opracowany biznes plan poddano analizie wartości za pomocą dwóch stóp dyskontowych : 12,73% oraz 13,8%.

7.3.2. Przedmiot i obszar działania „FIRMYXYZ”

„FIRMA XYZ” działa na podstawie Kodeksu handlowego z 27.06.1934r. oraz polskiego prawa właściwego dla osób prawnych nie będących jednostkami gospodarki uspołecznionej.

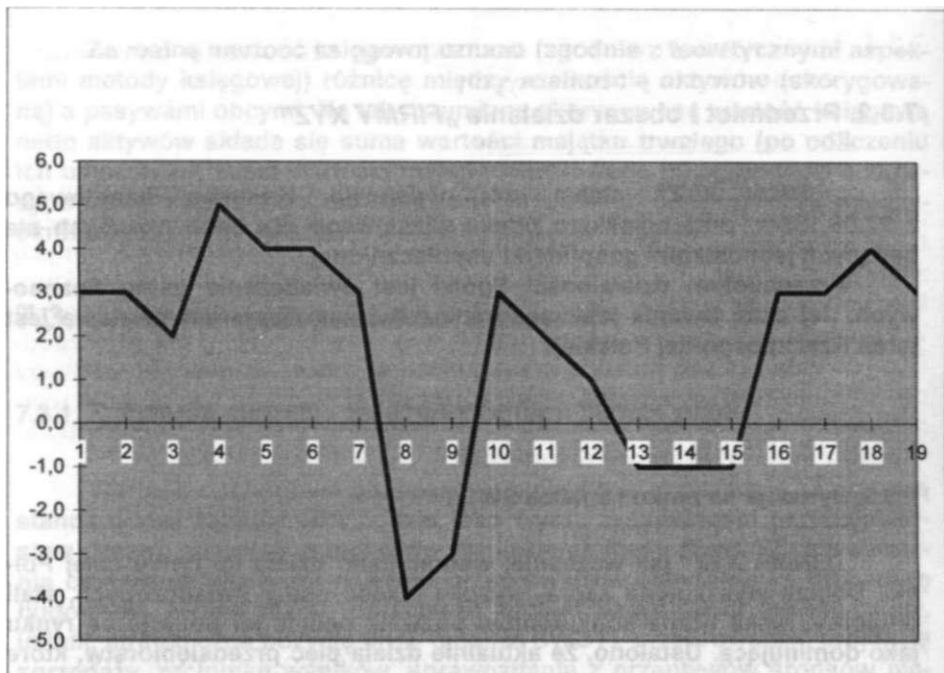
Przedmiotem działalności Spółki jest świadczenie usług finansowych. Jej czas trwania jest nieograniczony, zaś obszarem działania jest teren Rzeczypospolitej Polskiej.

7.3.3. Sytuacja na rynku i analiza SWOT

„FIRMA XYZ” jak wcześniej wspomniano działa na rynku całej Polski. Dobrze wyszkolona kadra, wysoka jakość usług świadczonych, stali odbiorcy, niska liczba konkurentów pozwala ocenić jej pozycję na rynku jako dominującą. Ustalono, że aktualnie działa pięć przedsiębiorstw, które można uznać za konkurentów, jednak jakość świadczonych przez nie usług nie jest w stanie zagrozić pozycji „FIRMY XYZ”.

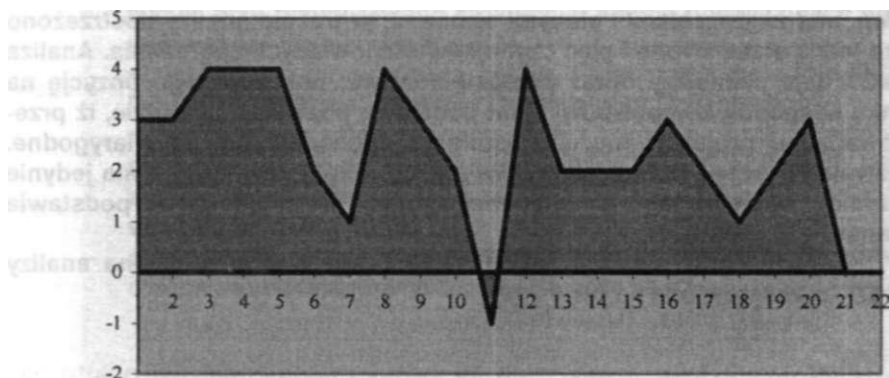
W wyniku przeprowadzonej analizy silnych i słabych stron oraz szans i zagrożeń „FIRMY XYZ” ustalono, że pozycja firmy jest szczególnie silna. Średnie wyniki zarówno w pierwszej, jak i drugiej z analiz dały wyniki dodatnie, co niezbitnie świadczy o znacznej przewadze szans i silnych stron, nad zagrożeniami i słabymi stronami. W trakcie analizy dostrzeżono tylko jedną słabą stronę i pięć czynników stanowiących zagrożenia. Analiza SWOT daje pełniejszy obraz przedsiębiorstwa, pokazuje jego pozycję na rynku w sposób kompleksowy, jest podstawą pozwalającą sądzić, iż przeprowadzone projekcje służące ustaleniu dochodowości są wiarygodne. Pozwala na ocenę przedsiębiorstwa patrząc nań z zewnątrz, a nie jedynie z punktu widzenia jego wewnętrznej sytuacji, oceniając ją na podstawie bilansu.

Lepszy obraz sytuacji „FIRMY XYZ” daje wersja graficzna analizy SWOT przedstawiona na rys.9 i 10



Rys. 9 Szanse i zagrożenia „FIRMY XYZ” - metoda graficzna

Źródło: opracowanie własne



Rys. 10 Silne i słabe strony „FIRMY XYZ” - metoda graficzna

Źródło: opracowanie własne

7.3.4. Aproksymacja wartości dochodowej; szacowanie parametrów ekonomiczno - finansowych

Szacunkowy rachunek kosztów

Szacunkowy rachunek kosztów wyrażony został w procentach do przewidywanego dochodu, nie uwzględnia on ryzyka związanego z ewentualnymi stratami wynikającymi z zatorów płatniczych i temu podobnych zjawisk negatywnych. Rachunek ten oparty został na analizie struktury kosztów w 1995 roku i latach poprzedzających moment wyceny. Koszty własne działalności operacyjnej finansowej i inwestycyjnej przyjęto zgodnie z dotychczasową praktyką występującą w firmie. Za materiał źródłowy posłużyła ewidencja kosztów w układzie rodzajowym. Koszty ujmują również poziom amortyzacji uzależniony od aktualnej wartości środków trwałych oraz stosowanej stopy amortyzacji.

Plan rachunku wyników

Projektując wartość przychodów w roku 1996 i latach następnych, przyjęto za punkt wyjścia osiągnięte wyniki w sprzedaży w 1995 roku i latach poprzedzających moment wyceny oraz prognozy rozwoju rynku, na którym firma działa. Nie uwzględnia ona natomiast ewentualnego inflacyjnego wzrostu cen (jest liczona w cenach stałych).

Plan rachunku wyników od strony metodologicznej oparto na wzorze zawartym w załączniku do ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku. Planowany rachunek wyników uwzględnia złożoność i zdolność rynkową Spółki. Obliczono zysk na działalności gospodarczej, zysk brutto i zysk netto. W obliczeniach przyjęto następujące założenia:

- saldo zysków i strat nadzwyczajnych w kolejnych latach biznes planu wynosi zero,
- podatek dochodowy stanowić będzie w 1997 roku 38% zysku brutto i będzie malał o 2% każdego roku, do wartości 32% w roku 2000.
- nie przewiduje się wypłaty dywidendy podczas całego okresu na rzecz właściciela.

Plan przepływów pieniężnych

Plan przepływów pieniężnych od strony metodologicznej oparto na wzorze zawartym w załączniku do ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku. Obejmuje on wpływy i wydatki gotówkowe „FIRMY XYZ”

w latach 1996-2000. Na ich podstawie oszacowano strumienie pieniężne netto (saldo gotówkowe).

Szacowanie wartości stopy dyskontowej

Dla potrzeb przedstawianej jako przykład wyceny zastosowano dwie konstrukcje stopy dyskontowej, odpowiadające warunkom gospodarki polskiej.

Szacowanie wartości stopy dyskontowej zmodyfikowana metoda qapmT~

Stopa dyskontowa dla wycenianej „FIRMY XYZ” szacowana tą metodą wynosi 12,73 % i jest ustalana według poniższego wzoru:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{rynku}} - r) = 3,53\% + (0,4 \cdot 1,508 + 0,6 \cdot 1,812) \cdot (9,09\% - 3,53\%) = 12,73\%$$

Poniżej przedstawiamy procedurę szacowania wartości stopy dyskontowej według tej metody. Przy jej szacowaniu uwzględniono takie rodzaje ryzyka jak: ryzyko *systematyczne*; ogólne ryzyko rynkowe, dotyczące całego systemu gospodarczego oraz ryzyko *niesystematyczne*; indywidualne ryzyko danej firmy¹.

Ogólna metoda CAPM umożliwia następujące sformułowanie zależności na oczekiwaną stopę zwrotu:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{rynku}} - r)$$

gdzie: **R** - szacowana stopa zwrotu;

$\beta_{\text{rynku}} = r$ - rynkowa premia za ryzyko;

r - stopa zwrotu inwestycji bez ryzyka;

β - wskaźnik określający ryzyko.

Metoda szacowania stopy zwrotu w Stanach Zjednoczonych na podstawie wskaźnika S&P500 oparta jest na wzorze:

¹ Modyfikacji metody CAMP dokonali S. Pirsztu i A. Reszke.

² *Ryzyko systematyczne* - do tej kategorii ryzyka zaliczone mogą być ryzyko branżowe, regionalne, stopy procentowej czy siły nabywczej. W niniejszym przykładzie ograniczamy się tylko do określenia dwóch czynników wpływających na ryzyko systematyczne; tj. ryzyka branżowego i ryzyka regionalnego. *Ryzyko niesystematyczne* zależy od wielu czynników ściśle związanych z funkcjonowaniem danej firmy. W niniejszym przykładzie przyjęto jeden element mierzący ten typ ryzyka, a mianowicie ryzyko związane z ogólną sytuacją finansową (standingiem) firmy mierzone przy pomocy analizy dyskryminacyjnej Altmana do badania zagrożenia upadłością lub kryzysem.

$$R = r + \beta \cdot (R_{S\&P500} - r)$$

gdzie: **R** - szacowana stopa zwrotu

$R_{S\&P500}$ - średnioważona stopa zwrotu dla największych pięciuset przedsiębiorstw notowanych na giełdzie nowojorskiej

r - stopa zwrotu inwestycji bez ryzyka

β - wskaźnik będący miarą ryzyka związanego z daną akcją, określaną też jako relacja zysku z konkretnego papieru wartościowego do standardowego zysku na rynku (dla S&P 500), lub w ściślejszy sposób: jest to współczynnik kierunkowy linii regresji między stopami przychodu z danego papieru wartościowego i portfela rynkowego.

Poprzez analogię do tej metody można określić ogólną metodę oszacowania stopy R w przypadku, gdy mamy do czynienia z polskimi przedsiębiorstwami:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{średnie}} - r)$$

gdzie: **R** - szacowana stopa zwrotu

$R_{\text{średnie}}$ - średnioważona stopa zwrotu dla spółek notowanych na WGPW

r - stopa zwrotu inwestycji bez ryzyka, określona na poziomie realnego oprocentowania 13-tygodniowych bonów skarbowych

β - wskaźnik określający premię za ryzyko.

Współczynnik β oszacowano poprzez określenie ryzyka związanego z inwestowaniem w „FIRMĘ XYZ”. Wskaźnik β składa się z 2 elementów: wskaźnika określającego ryzyko systematyczne oraz wskaźnika określającego ryzyko niesystematyczne.

Ogólna zależność określająca wskaźnik β ma następującą postać:

$$\beta = w_{\text{syst}} \cdot \beta_{\text{syst}} + w_{\text{nie_syst}} \cdot \beta_{\text{nie_syst}}$$

$$\beta = 0,4 \cdot \beta_{\text{syst}} + 0,6 \cdot \beta_{\text{nie_syst}}$$

Tak więc ogólnie niniejsza metoda opiera się na odniesieniu „FIRMY XYZ” do pewnej teoretycznej modelowej spółki giełdowej, używając do tego miar ryzyka systematycznego i niesystematycznego.

Oszacowanie stopy zwrotu r dla inwestycji bez ryzyka

Dla prezentacji niniejszego przykładu jako inwestycję bez ryzyka założono inwestycję w 13-tygodniowe bony skarbowe. Nominalną wartość stopy r dla tych bonów wynosiła 20,87%.

Wartość realna uwzględniająca inflację określona jest następująco:

$$r = r_{\text{realna}} = \frac{r_{\text{nominalna}} - i}{1 + i}$$

gdzie: $r = r_{\text{realna}}$ - realna stopa zwrotu z inwestycji bez ryzyka

$r_{\text{nominalna}}$ - nominalna stopa zwrotu z inwestycji bez ryzyka

i - inflacja, mierzona jako średnia wartość wskaźnika wzrostu cen wyrobów i towarów konsumpcyjnych dla 1996 r. wynosząca 19,5% oraz prognozowana wartości tego wskaźnika na 1997 r. w wysokości 14%:

$$i = \frac{i_{1996} + i_{1997}}{2} = \frac{19,5 + 14,0}{2} = 16,75\%$$

Stąd wartość realna oprocentowania bonów skarbowych wynosi:

$$r = r_{\text{realna}} = \frac{0,2087 - 0,1675}{1 + 0,1675} = 3,53\%$$

Oszacowanie stopy zwrotu dla inwestycji na giełdzie

Stopę zwrotu dla spółek giełdowych oszacowano jako stopę zwrotu akceptowaną przez długoterminowych inwestorów Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Posłużono się przy tym odwrotnością średniego wskaźnika P/E (cena/zysk) dla spółek przemysłowo-handlowych. Średnia wielkość tego wskaźnika (na koniec grudnia 1995) wynosiła 11. Analizy prowadzone przez autorów wyceny wykazują, że wskaźnik ten jest od pewnego czasu ustabilizowany a jego wysokość podobna do innych stabilnych giełd europejskich.

$$R_{\text{giełdy}} = \frac{1}{11} = 9,09\%$$

gdzie: R_{gieldy} - średnia stopa zwrotu dla spółek notowanych na WGPW, będąca odwrotnością średniego wskaźnika P/E dla giełdy wynoszącego 11.

Oszacowanie wskaźnika ryzyka całkowitego

Syntetyczny wskaźnik β będący miarą całkowitego ryzyka wynosi:

$$\beta = 0,4 \cdot \beta_{\text{sys}} + 0,6 \cdot \beta_{\text{nie-syst}}$$

gdzie: β_{sys} - wskaźnik określający ryzyko systematyczne;
 $\beta_{\text{nie-syst}}$ - wskaźnik określający ryzyko niesystematyczne;

Ryzyko systematyczne - wskaźnik tego ryzyka określono jako iloczyn wskaźników związanych z ryzykiem branżowym i regionalnym:

$$\beta_{\text{sys}} = \beta_{\text{regionu}} \cdot \beta_{\text{branży}}$$

Ryzyko branżowe - podstawę do określenia wskaźnika ryzyka branżowego stanowi opracowanie Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową pt. „Mapa ryzyka inwestycyjnego. VI Ranking krajów, województw i branż” z 1995 roku, w którym to - na podstawie przeprowadzonej dyskryminacyjnej analizy wielowymiarowej - przyporządkowano wszystkim branżom syntetyczny wskaźnik ryzyka inwestycyjnego α . Wskaźnik ten zawiera się pomiędzy 0 i 1, przy czym dla modelowej branży o zerowym ryzyku wynosi on 1. Utworzono na tej podstawie 5 grup ryzyka:

małe ryzyko	$0,642 > \alpha > 0,531$
średnie ryzyko	$0,530 > \alpha > 0,454$
podwyższone ryzyko	$0,448 > \alpha > 0,301$
wysokie ryzyko	$0,292 > \alpha > 0,188$
bardzo wysokie ryzyko	$0,184 > \alpha > 0,050$

Jako średnią bazową przyjęto wartość średnią przedziału dla branż o średnim ryzyku

$$\alpha_{\text{b.}} = 0,49.$$

Relacja pomiędzy ryzykiem dla branży reprezentowanej przez „FIRMĘ XYZ” a ryzykiem dla średniej bazowej określa wskaźnik beta. Dla wycenianej firmy przyjęto wskaźnik równy 0,231.

Wyliczenie to przyjmuje postać:

$$\beta = \frac{1 - a_{\text{PROLIM}}}{1 - a_{\text{sr}}} = \frac{1 - 0,231}{1 - 0,49} = 1,508$$

Ryzyko regionalne - wskaźnik ryzyka regionu określono podobnie jak wskaźnik ryzyka branży z tą różnicą, że dla województw określono - we wcześniej przytaczanej „Mapie ryzyka” - 5 poziomów ryzyka. Poprzez analogię do syntetycznego wskaźnika ryzyka dla branż przyjęto następującą zależność:

$$\beta_{\text{regionu}} = \frac{1 - b_{\text{PROLIM}}}{1 - b_{\text{z}}}$$

gdzie:

$$b = \frac{\text{stopień ryzyka}}{10}$$

oraz

$0 < b < 1$ (b=1 dla teoretycznego regionu bez żadnego ryzyka: stopień ryzyka = 10)

Dla regionów o małym ryzyku (5 stopień) przyjęto

$$b_{\text{sr}} = 0,5 = \frac{5 \text{ [stopień ryzyka]}}{10}$$

co jest równoważne ryzyku regionalnemu modelowej spółki giełdowej $\beta = 1$.

Natomiast dla „FIRMY XYZ” zlokalizowane w województwie „A” przyjęto:

$$b_{\text{PROLIM}} = \frac{5 \text{ [stopień ryzyka]}}{10} = 0,5$$

Stąd

$$\beta_{\text{regionu}} = \frac{1 - 0,5}{1 - 0,5} = 1$$

Ryzyko niesystematyczne - na ryzyko niesystematyczne ma wpływ ryzyko związane z ogólnym standingiem finansowym firmy.

$$\beta_{\text{niesyst}} = \beta_{\text{standingu}}$$

[^]liesyst [^]tandingu

Wskaźnik ryzyka standingu finansowego określony jest przy zastosowaniu wskaźnika Altmana. Dla WGPW określono go - po dokonaniu obliczeń dla 63 spółek z branż przemysłowych i handlowych i ich uśrednieniu - na poziomie 4,1. Wskaźnik Altmana dla „FIRMY XYZ” wynosi 0,769. Niniejszy wskaźnik „beta” porównuje ogólną sytuację finansową „FIRMY XYZ” do sytuacji modelowej spółki notowanej na WGPW, dzięki poniższej relacji (odchylenie od standardu odniesione do standardu). Dla modelowej spółki giełdowej wynosi 1.

$$\beta_{\text{standingu}} = 1 + \frac{\text{Alt}_{\text{giełdy}} - \text{Alt}_{\text{PROLIM}}}{\text{Alt}_{\text{giełdy}}}$$

$$\beta_{\text{standingu}} = 1 + \frac{4,1 - 0,76}{4,1} = 1,812$$

Szacowanie wartości stopy dyskontowej zmodyfikowana metoda iloczynowa

Stopa dyskontowa dla wycenianej „FIRMY XYZ” szacowana tą metodą wynosi 13,8 %
i jest ustalana według opisanej poniżej zależności:

$$i_r = i_b \times (1 + i_1) \times (1 + i_0); (1)$$

- gdzie:
- i_r - realna stopa dyskontowa;
 - i_b - premia ryzyka inwestycyjnego, wyrażająca stopień niepewności inwestowania w określoną dziedzinę), i na określonym terytorium (w konkretnym przypadku w województwie „A”) w stosunku do lokat bezpiecznych,
 - i₁ - premia ryzyka indywidualnego (operacyjnego) uwzględniająca czynniki wewnętrzne przedsiębiorstwa, przyjmuje się trzy klasy tego ryzyka i premii z nim związanych;

Modyfikacji metody iloczynowej dokonali S. Pirsztu i A. Reszke.

- niskie - 10%
- średnie - 30%
- wysokie - 50%.

Bazową stopę (i_b) szacuje się przy pomocy poniższej zależności:

$$i_b = \frac{i_n - i_f}{1 + i_f}; \quad (1.1.)$$

gdzie: i_n - nominalna stopa zwrotu aktywów (inwestycji) wolnych od ryzyka,

i_f - stopa inflacji liczona jako średnia arytmetyczna stopy inflacji w roku poprzednim 1994 i założonej w ustawie budżetowej na rok bieżący 1995:

$$i_f = \frac{i_{f96} + i_{f97}}{2} = \frac{19\% + 14,5\%}{2} = 16,75\%; \quad (1.1.1.)$$

Premię za ryzyko inwestycyjne (i_i) oszacowano przy zastosowaniu wzoru:

$$i_i = \left[1 + (1 - f_r) \right] \times \left[1 + (1 - f_h) \right] - 1; \quad (1.2.)$$

gdzie: i_i - premia ryzyka inwestycyjnego,

f_r - wskaźnik syntetyczny atrakcyjności inwestycyjnej danego województwa (zawiera się od 0 - najniższa atrakcyjność, do 1 - najwyższa atrakcyjność) publikowany przez Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową w wydawanej przez Polski Bank Rozwoju S.A. „Mapie ryzyka inwestycyjnego”. Wskaźnik ten dla województwa „A”, w którym to znajduje się siedziba wycenianej firmy i prowadzi ona swój biznes, opublikowany w Mapie wynosi 0,53, działalność reprezentowana przez „FIRMĘ XYZ” uzyskała wskaźnik 0,231.

Atrakcyjność inwestycyjną województw autorzy opracowania określili jako średnią ważoną wskaźników charakteryzujących następujące czynniki:

- infrastrukturę łączności (liczba abonentów telefonii przewodowej, stopień pokrycia województwa zasięgiem telefonii bezprzewodowej, liczba placówek pocztowo-telekomunikacyjnych),

- dostępność komunikacyjną województwa (długość dróg w poszczególnych klasach na 100 km², odległość czasowa miasta wojewódzkiego od najbliższego przejścia granicznego, odległość czasowa od najbliższego portu morskiego, położenie względem projektowanego układu autostrad i dróg ekspresowych, ranga głównego węzła kolejowego),
- rynek pracy (liczba ludności w wieku produkcyjnym, liczba pracujących w gospodarce narodowej, iloraz liczby wyrejestrowanych bezrobotnych do liczby nowo zarejestrowanych, liczba bezrobotnych zarejestrowanych ogółem, udział długotrwale bezrobotnych w liczbie bezrobotnych ogółem),
- zaplecze przemysłowe (wartość produkcji sprzedanej, nakłady inwestycyjne na przemysł ogółem, nakłady inwestycyjne na naukę i rozwój techniki, stopień zużycia środków trwałych w przemyśle, dynamika produkcji sprzedanej przemysłu)
środowisko dla biznesu (aktywność władz regionalnych i samorządowych w kreowaniu środowiska dla biznesu, liczba instytucji zaliczanych do otoczenia biznesu, pracujący w instytucjach otoczenia biznesu na 1000 pracujących ogółem, rangowana liczba banków, liczba imprez o charakterze targowo-promocyjnym, liczba umów międzynarodowych zawartych przez władze samorządowe i regionalne),
- transformację gospodarki (liczba podmiotów gospodarczym w sektorze prywatnym według rejestru regon, liczba spółek prawa handlowego z udziałem zagranicznym, dynamika sektora prywatnego, dynamika spółek prawa handlowego, pożądana zmiana liczby małych firm wynikająca z prawa właściwych proporcji gospodarczych), atrakcyjność turystyczną i stan środowiska przyrodniczego (liczba obszarów zaliczanych do kategorii turystycznych I i II, rangowana liczba parków narodowych i krajobrazowych,
- rangowana liczba zabytków, liczba miejsc noclegowych w obiektach turystycznych,
liczba korzystających z noclegów, ścieki przemysłowe i komunalne wymagające oczyszczenia. Szacowanie stopy dyskontowej powyższej procedury przedstawia tabela 12.

Szacowanie stopy dyskontowej metodą iloczynową dla „FIRMYXYZ”

DANE WEJŚCIOWE	
Stopa zwrotu nominalna z inwestycji wolnych od ryzyka (bony skarbowe 13 tygodniowe)	0,2087
Stopa inflacji	0,1675
Wskaźnik syntetyczny ryzyka regionalnego	0,53
Wskaźnik syntetyczny ryzyka branżowego	0,231
Premia za ryzyko indywidualne (operacyjne przyjęte w klasie wysokiej)	0,5
WYNIK OBLICZEŃ	
Stopa bazowa i.	0,035289079
Premia za ryzyko inwestycyjne i.	1,60043
Stopa dyskontowa	13,8%

Wynik wyceny wartości dochodowej

Przyjęta metoda wyceny wartości dochodowej „FIRMY XYZ” oparta została na technice projekcji wyników ekonomicznych i przepływów pieniężnych.

Dla potrzeb prowadzonych analiz przyjęto pięcioletni przedział czasowy. Przyjęcie powyższego okresu badania uzasadnione jest głównie standardowym horyzontem czasowym analiz dochodowości, stosowanym przy ocenie efektywności ekonomicznej inwestycji. Metoda wyceny wartości dochodowej jest zbliżona do metod stosowanych w ocenie efektywno-

ści inwestycji, stąd przeniesienie pewnych standardowych założeń jest uzasadnione.

Dla potrzeb analizy wykorzystano także dane historyczne dotyczące wyników ekonomicznych „FIRMY XYZ” w okresie czterech lat poprzedzających moment wyceny. Zebrano dokumentację zawierającą niezbędne dane liczbowe. Wśród podstawowych dokumentów informacyjnych wykorzystanych w analizach wymienić należy: bilans spółki, rachunek wyników - formularze (F-02) oraz inne sprawozdania, analizy i materiały wewnętrzne „FIRMY XYZ”.

Założono, że dochodowość wyrażona jest sumą salda wpływów i wydatków pieniężnych (netto cash flow) oraz wartości rezydualnej.

W obliczeniach pominięto wpływ czynnika inflacji, zakładając, że wzrost kosztów jest w pełni kompensowany wzrostem cen i usług. Obecna sytuacja w gospodarce polskiej nie daje bowiem podstaw do rzetelnej oceny wskaźników inflacyjnych, na rok obecny i lata przyszłe. Założono zatem, że skutki inflacji zostaną skompensowane wzrostem cen, płac itp.

W obliczeniach uwzględniono wpływ ze sprzedaży, bez podatku od towarów i usług VAT.

W obliczeniach uwzględniono natomiast współczynniki aktualizujące przyszłe wielkości dochodów pieniężnych netto do roku wyjściowego. Dla potrzeb aktualizacji zastosowano wspomniane już wyżej stopy dyskontowe $R=12,73\%$ i $R=13,8\%$.

W technice projekcji wyniku ekonomicznego na najbliższe lata uwzględniono dane przekazane przez „FIRMĘ XYZ” (zgodnie z treścią załącznika zawartego w niniejszej książce), wyniki rozmów przeprowadzonych z pracownikami, a także własną ekspercką ocenę możliwości firmy, opartą na danych statystycznych dotyczących rozwoju rynku.

Dla obliczeń pomocniczych, umożliwiających określenie wartości dochodowej, założono dodatkowo co następuje: prognoza poziomu kosztów oparta została na dotychczas występujących w działalności „FIRMY XYZ” kosztach; założono, że firma będzie odprowadzać do budżetu państwa podatek dochodowy wynoszący 38% zysku brutto w 1996 roku, 36% w 1997, 34% w 1998 i 32% w następnych latach, wyniki na pozostałej sprzedaży będą zgodne z dotychczasową praktyką, saldo strat i zysków nadzwyczajnych będzie równe „0”; przyjęto, że kwota odpisów amortyzacyjnych będzie zmienna i wynikać będzie z umorzeń posiadanego zapotrzebowania na środki obrotowe będzie skorelowane z tempem wzrostu sprzedaży i rentownością firmy, gospodarka magazynowa będzie prowadzona na dotychczasowych zasadach; założono, że zysk netto będzie reinwestowany.

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że wartość dochodowa „FIRMY XYZ” dla zastosowanych stóp dyskontowych wynosi jak przedstawiono w tabeli 13 (w tys. zł).

Wartość dochodowa „FIRMYXYZ”

Dyskonto	Wartość dochodowa
NPV 12,73%	280060,0
NPV 13,8	250564,0

NPV - nett present value

Źródło: opracowanie własne

7.4. Wycena wartości mieszanej

7.4.1. Założenia metody

Dotychczasowe analizy skoncentrowane były na oddzielnym badaniu wartości majątku „FIRMY XYZ” oraz jej dochodowości. Obecnie zastosowana zostanie metoda łącząca te dwa punkty widzenia tj. metoda mieszana. Zakłada ona, że wartość zakładu (W_p) jest sumą wartości majątku (M) oraz tzw. goodwill (G), czyli reputacja firmy oznaczająca stopień zorganizowania środków pracy według wzoru $W_p = M + G$.

Danymi do obliczeń są wyniki wyceny wartości majątku przedsiębiorstwa uzyskane metodą księgową oraz wyniki wyceny wartości dochodowej otrzymane na podstawie projekcji wyniku finansowego oraz cash flow.

Skorygowana wartość księgową majątku „aktywa netto” „FIRMY XYZ” wynosi 6.252,6 tys. zł (PLN).

Do obliczeń przyjęto wartości dochodowe (D) określoną kwotą w tys.

PLN:

NPV 12,73%	28.060,0
NPV 13,8%	25.564,0

Średnioroczny zdyskontowany cash flow (nadwyżka finansowa) (Z) w założonym okresie zwrotu kapitału wynosi odpowiednio (w tys. PLN):

NPV 12,73%	4.058,6
NPV 13,8%	3.966,7

Przyjęto, że pozostałe wskaźniki zastosowane w obliczeniach mają następujące wartości; stopa zysku (renta) od goodwill: $r = 0,1273$; $r = 0,1380$; stopa procentowa amortyzacji (zwrotu) kapitału: $R = 0,1273$; $R = 0,1380$; współczynnik wartości zaktualizowanej płatności annuitetowej wyraża się wzorem:

$$a = \frac{1}{r} [1 - 1/(1+r)^n]$$

Dla potrzeb wyceny wartości „PROLIM Ltd.” metodą mieszaną wykorzystano uzyskane wcześniej rezultaty wycen skorygowanej wartości księgowej netto i dochodowej.

7.4.2. Wynik wyceny wartości mieszanej.

W obliczeniach zastosowano trzy formuły: formułę średnich wartości, formułę anglo-saksońską i formułę nadzysku. W efekcie zastosowania powyższych formuł obliczeniowych uzyskano zróżnicowane kwoty wartości mieszanej spółki. Wartość „goodwill” wynika z różnicy pomiędzy wartością dochodową obliczoną dla projektowanego programu sprzedaży, a wartością majątku wycenianej firmy. Wobec różnic wyników przyjęto, że najtrafniej odzwierciedla wartość mieszaną średnia arytmetyczna wartości mieszanej obliczona zastosowanymi formułami (por. tabela 14).

Tabela 14

Wartość mieszana (majątek + goodwill) „FIRMYXYZ”

Dyskonto	Wartość dochodowa
NPV 12,73%	14 825,2
NPV 13,8 %	14 074,8

NPV - nett present value

Źródło: opracowanie własne

7.5. Wycena wartości metodą mnożnika zysku

7.5.1. Założenia metody

Metoda wyceny spółki według mnożnika cenowo-dochodowego wymaga odniesienia wycenianej

„FIRMYXYZ” do grupy firm bazowych zweryfikowanych przez rynek, o podobnym charakterze funkcjonowania, warunkach technicznych, ekonomicznych i organizacyjnych i sytuacji finansowej. W szczególności wymóg ten dotyczy wielkości firmy, rodzaju działalności, wielkości sprzedaży, poziomu kosztów i zysków oraz stopnia zadłużenia.

Wycena dokonywana jest na podstawie następującej zależności:

$$V = Z_{n \text{ skoryg}} \cdot P / E$$

gdzie: V - wartość firmy

P/E - wskaźnik price-to-earnings ratio (cena do zysku netto). Wskaźnik P/E pełni funkcję wyżej wymienionego mnożnika i jest określony dla grupy podmiotów bazowych względem których dokonywana jest wycena.

Zn skoryg - zysk netto skorygowany o wielkości przypadkowe np. zyski nadzwyczajne, efekty bankowego postępowania ugodowego

W związku z tym, że brak jest przedsiębiorstw notowanych na WGPW spełniających warunek porównywalności z „FIRMY XYZ” należy wskaźnik P/E oszacować na podstawie stopy zwrotu, a wartość firmy należy określić na podstawie przekształconej zależności:

$$V = Z_{n \text{ skoryg}} \cdot \frac{1}{R}$$

gdzie: R - koszt kapitału równy wymaganej stopie zwrotu dla potencjalnego nabywcy.

7.5.2. Mnożnik cenowo - dochodowy

Jak już wcześniej wspomniano mnożnik cenowo dochodowy:

$$P / E = \frac{1}{R}$$

należy określić w oparciu o oszacowaną stopę zwrotu R.

Przy oszacowaniu jej skorzystano ze zmodyfikowanej metody CAPM w dwóch wersjach:

1. Metody bazującej na ryzyku branżowym i analogii pomiędzy najlepszymi klientami banku a spółkami giełdowymi oraz analogii pomiędzy klientami, wobec których występuje podwyższone ryzyko a „FIRMĄ XYZ”.
2. Metody bazującej na odniesieniu do modelowej spółki giełdowej z uwzględnieniem ryzyka systematycznego i niesystematycznego.

Obie metody opierają się na podstawowej zależności określającej oszacowywaną wartość stopy zwrotu R:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{bazowe}} - r)$$

gdzie: R - szacowana stopa zwrotu;

β - ryzyko skojarzona z ryzykiem b

r - stopa zwrotu inwestycji bez ryzyka

β - wskaźnik określający ryzyko

W przypadku obu metod przyjęto nominalną wartość stopy r dla 13-tygodniowych bonów skarbowych na poziomie 20,87%. Wartość realna uwzględniająca inflację określona jest następująco:

$$r = r_{\text{realna}} = \frac{r_{\text{nominalna}} - i}{1 + i}$$

gdzie: $r = r_{\text{realna}}$ - realna stopa zwrotu z inwestycji bez ryzyka

ryzyka

$r_{\text{nominalna}}$ " nominalna stopa zwrotu z inwestycji bez

ryzyka

i - inflacja, mierzona jako średnia wartość prognozowanego wskaźnika wzrostu cen wyrobów i towarów konsumpcyjnych dla 1995 r. wynosząca 19,5% oraz wartości tego wskaźnika prognozowanego na 1996 r. w wysokości 14%:

$$i = \frac{i_{1996} + i_{1997}}{2} = \frac{19,5 + 14,0}{2} = 16,75\%$$

Stąd wartość realna oprocentowania bonów skarbowych wynosi:

$$r = r_{\text{realna}} = \frac{0,2087 - 0,1675}{1 + 0,1675} = 3,53\%$$

Według metody pierwszej tj. metody bazującej na ryzyku branżowym i analogii pomiędzy najlepszymi klientami banku, a spółkami giełdowymi oraz analogii pomiędzy klientami, wobec których występuje podwyższone ryzyko a „FIRMĄ XYZ”, stopa zwrotu wynosi:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{giełdy}} - r) = 3,53\% + 2,02 \cdot (9,09\% - 3,53\%) = 14,76\%$$

zaś mnożnik cenowo-dochodowy:

$$P/E = \frac{1}{R} = \frac{1}{14,76\%} = 6,77$$

Według metody drugiej tj. metody bazującej na odniesieniu do modelowej spółki giełdowej z uwzględnieniem ryzyka systematycznego i niesystematycznego dla „FIRMĄ XYZ”, stopa zwrotu wynosi:

$$R = r + \beta \cdot (R_{\text{bpu}} - r) = 3,53\% + 1,508 \cdot (16,63\% - 3,53\%) = 23,28\%$$

zaś mnożnik cenowo-dochodowy:

$$P/E = \frac{1}{R} = \frac{1}{23,28\%} = 4,29$$

7.5.3. Wyniki wyceny metodą „mnożnika zysku”.

Dla potrzeb wyceny zebrano dane liczbowe z podstawowych dokumentów informacyjnych, takich jak: bilans i rachunek wyników spółki z lat 1994, 1995, 1996 oraz na 31.07.1997 roku, a także plany sprzedaży w latach 1997-2001.

Analiza ekonomiczno finansowa „FIRMY XYZ” wykazała, że wiarygodną bazą dla ustalenia zysku są dane na 31.07.1997 roku. Na ich podstawie ustalono wartość „FIRMYXYZ”.

W związku z powyższym w zależności od mnożnika cenowo-dochodowego wartość wycenianej firmy wynosiłaby wg wzoru:

$$Ws = (P/E) \times Z$$

gdzie: Ws - wartość spółki,
 (P/E)- mnożnik cenowo-dochodowy,
 Z - zysk.

W związku z powyższym wartość „FIRMY XYZ” wycenianej przy pomocy mnożnika zysku według metody pierwszej wynosi 3.509,1 tys. zł, zaś według metody drugiej wynosi 2.223,6 tys. zł.

7.6. Ustalenie ostatecznego wyniku wyceny wartości „FIRMY XYZ”

W toku przeprowadzonych analiz ustalono następujące wyniki „FIRMY XYZ”:

- metoda wyceny księgowej (skorygowanych aktywów netto) wykazała, że z ewidencyjnego punktu widzenia „FIRMY XYZ” przedstawia znaczną wartość.
- wartość dochodowa ustalona została w oparciu o rynkowy program rozwoju sprzedaży na lata 1996-2000. Aktualna i projektowana dla spółki sytuacja rynkowa jest korzystna i wykazuje dalsze możliwości rozwoju w obszarze rynku będącym dotychczas domeną firmy.
- wartość mieszana — jak pokazały obliczenia — ukształtowała się na poziomie wyższym od skorygowanej wartości aktywów netto.
- wartość uzyskana metodą mnożnika zysku — jak pokazały obliczenia — ukształtowała się na poziomie niższym od skorygowanej wartości aktywów netto.

Tabela 15

Syntetyczne zestawienie wycen wartości „FIRMY XYZ” w tys. zł.

Dyskonto	Metoda dochodowa	Mieszana	Aktywów netto	Mnożnika zysku
NPV 12.73%	28 060.0	14 825.2	6 252.6	3 509.1
NPV 13.8 %	25 540.0	14 074.8	6 252.6	2 223.6

Źródło: opracowanie własne

Ostateczny wynik wartości „FIRMY XYZ” uzyskano za pomocą metody berlińskiej, którą zaleca literatura i praktyka przedmiotu, a której istota sprowadza się do ważenia wycen, przy czym wagę metod dochodowych

(zdyskontowanych przepływów pieniężnych - cash flow) uznano za najważniejszą. Wartość wycenianej firmy ustalono według następującego wzoru:

$$P = 0,4 CF + 0,2 MG + 0,2 AN + 0,2 MZ$$

gdzie: WP - wartość Spółki;

CF - wartość według metody dochodowej (zdyskontowanych przepływów pieniężnych);

MG - wartość według metody mieszanej (majątek + goodwill);

AN - wartość według metody księgowej skorygowanych „aktywów netto”;

MZ - wartość według metody mnożnika zysku.

Syntetyczny wynik wyceny „FIRMYXYZ” przedstawia tabela 16.

Tabela 16

Syntetyczne zestawienie wartości średniej ważonej zastosowanych metod wyceny „FIRMY XYZ” (w tys. zł. PLN)

Dyskonto	Wartość „FIRMY XYZ”
NPV = 12,73%	16 141,4
NPV = 13,8%	14 735,8

Źródło: opracowanie własne

Różnice w wynikach wyceny otrzymane za pomocą poszczególnych metod, z naukowego i praktycznego punktu widzenia, są w pełni uzasadnione. Wynikają one z odmiennych podstaw metodologicznych wyceny, do których się odwołują, przez co ostateczny wynik obiektywizują.

ROZDZIAŁ VIII

PROBLEMY POJAWIAJĄCE SIĘ PRZY WYCENIE WARTOŚCI FIRMY

8.1. Problemy związane z interpretacją wyników

Na przykładzie przedsiębiorstwa ABC widzimy jak rozbieżne potrafią być wyniki wyceny przedsiębiorstw z punktu widzenia różnych podejść. Kompletnie różna wartość majątku przedsiębiorstwa i wartość zdyskontowanych przepływów pieniężnych (wartość mieszana jest uśrednieniem tych wartości) pozwala się zastanawiać nad tym, która z nich powinna być wiążąca, zwłaszcza jeżeli weźmiemy pod uwagę cel sporządzania wyceny - prywatyzację przedsiębiorstwa.

Jeżeli przedsiębiorstwo ma być sprzedane to w tym wypadku nie byłoby właściwym ustalanie ceny sprzedaży na poziomie wartości księgowej z następujących przyczyn:

- Po pierwsze, jest to firma w przeważającej części usługowa i jej majątek nie w pełni odzwierciedla jej faktyczną wartość; główna wartość tego przedsiębiorstwa jest tworzona przez wartość wykonanych usług.
- Po drugie, jest to przedsiębiorstwo wysoce rentowne i o jej faktycznej wartości w głównej mierze świadczy zysk, jaki wypracowuje a raczej będzie wypracowywać w przyszłości.

Abstrahując nawet od przykładu przedsiębiorstwa ABC należy zdawać sobie sprawę, że w istocie wyniki wyceny przedsiębiorstw różnymi metodami prawie zawsze będą różne. Muszą być różne, gdyż w przeciwnym wypadku nie byłoby tyle metod. Wszak po to one są, aby rzucały pełne światło na przedsiębiorstwo, z różnych stron, zarówno od strony majątku, jak i od strony dochodu, jaki jest w stanie przynosić.

Inna sytuacja ma miejsce w przypadku przedsiębiorstw nierentownych, które przynoszą straty. W takim wypadku jedyną wartość jaką przedsiębiorstwo posiada to jego majątek. Widać więc, że dobór metody jest uwarunkowany oprócz przesłanki - celu dla którego się ją sporządza, również standingiem firmy. Ta ostatnia warunkuje jednak jaka będzie przesłanka przeprowadzania aproksymacji wartości przedsiębiorstwa; czy będzie to likwidacja, czy też sprzedaż.

Przyglądając się wynikom wyceny przedsiębiorstwa ABC, a także mając na uwadze wcześniejsze rozważania należy sobie uświadomić, że wycena nie jest procesem zmierzającym do ustalenia ceny przedsiębior-

stwa po jakiej będzie sprzedane. Dostarcza jedynie informacji dla potencjalnych uczestników. Z jednej strony nie można sprzedać przedsiębiorstwa po cenie takiej, jaką wartość przedstawia jego majątek, gdyż przedsiębiorstwo to nie tylko majątek, to również kadra przedsiębiorstwa, to stopień zorganizowania składników majątku, system zarządzania, korzyści wynikające z efektów synergicznych, pozycja na rynku, marka, firma (w znaczeniu - nazwa), znak firmowy itp. Widać więc, że ceną przedsiębiorstwa nie może być wartość księgową, nie może też być ona uznawana za wartość przedsiębiorstwa. Ktoś może zapytać po co więc ją obliczać? Dojdziemy do tego.

Wspomniane wyżej czynniki powodujące, że przedsiębiorstwo jest więcej warte niż jego majątek, posiadają również swoją, określoną wartość, która to wartość znajduje swój wyraz przede wszystkim w wynikach finansowych przedsiębiorstwa. Można by więc uznać, iż wiążącą będzie dochodowa wartość przedsiębiorstwa. Jeżeli tak miałyby być to w zasadzie dojsć można do wniosku, że handlujemy tutaj zyskiem przedsiębiorstwa. Czemu więc ktoś kto wyraża chęć zakupu przedsiębiorstwa miałby płacić za zysk tego przedsiębiorstwa tyle ile ten zysk będzie wynosić? W takim wypadku inwestor nic nie zarabia. Zwłaszcza, że mogą zaistnieć przesłanki powodujące, że zysk ten (na przykład w niestabilnej gospodarce jaką jest polska gospodarka) nie wystąpi w takiej wielkości, w jakiej został oszacowany.

Jest to jednak tylko jedna strona tego problemu. Może bowiem zdarzyć się sytuacja odwrotna i zyski przedsiębiorstwa mogą być wyższe niż szacowane w wycenie. Wówczas zakup przedsiębiorstwa po cenie równej wartości dochodowej miałby sens. Zwłaszcza, że przedsiębiorstwo posiadając nowego właściciela może zostać dokapitalizowane, ba, mając nowego właściciela może de facto posiadać już inną wartość. W tym miejscu pojawia się swoiste pytanie jeżeli przedsiębiorstwo jest wysoce rentowne i posiada powody ku temu by sądzić, że będzie taki stan utrzymywać przez dłuższy czas, to po co je sprzedawać w ogóle, abstrahujemy tutaj od rentownych przedsiębiorstw państwowych, gdyż te muszą być sprzedane, wynika to z przesłanek świadczących o racjonalności procesów prywatyzacyjnych.

Wiemy również, że w praktyce gospodarczej wyceny nie sporządza się jedynie w celu sprzedaży przedsiębiorstwa państwowego. Dochodzi o sprzedaży firm prywatnych, fuzji.

Powyższe rozważania skłaniają do tego aby sądzić, że wartości księgową i dochodową nie potrafią wyznaczyć ceny przedsiębiorstwa dają jedynie informacje, wyznaczają pewien obszar po jakim może się poruszać inwestor. Nie muszą to jednak być granice wyznaczające obszar po którym będzie się poruszać sprzedawca. Są to jednak problemy związane z fazą negocjacji o których będzie mowa w dalszej części. Na razie zatrzymajmy się przy wynikach wyceny. Wydaje się że złotym środkiem do zaakcepto-

wania mogą być metody mieszane, które są niejako wypośrodkowaniem obu skrajnych koncepcji. Wyniki metod mieszanych idą niejako na kompromis, wychodząc z założenia, że o wartości przedsiębiorstwa stanowi zarówno wartość majątku jak i jego zyskowność. Być może jest to rozwiązanie, które wychodzi naprzeciw potrzebom zarówno w stronę inwestora jak i sprzedawcy.

W konkluzji powyższych rozważań należy stwierdzić, że wycena nie jest środkiem prowadzącym do wyznaczenia ceny ostatecznej sprzedaży przedsiębiorstwa. Wyniki nie mogą w stu procentach stanowić obiektywnego kryterium oceny, z uwagi na dużą rozbieżność w różnych podejściach. Wyniki dają jedynie informację, która jest instrumentem w rękę negocjatorów.

8.2. Problemy związane z fazą negocjacyjną

Inwestor nie chce płacić za przedsiębiorstwo tyle na ile je wycenił sprzedawca, tylko u, chce kupić przedsiębiorstwo taniej, kierując się kryterium maksymalizacji zysku. Oczywiście, zgodnie z zasadami negocjacji, w interesie sprzedawcy leży powołanie się na tak zwane obiektywne kryteria oceny. Niestety tylko połowicznie jest w stanie uczynić to dokument zwany wyceną przedsiębiorstwa, sporządzony koniecznie przez niezależnych ekspertów. Ale jak stwierdziliśmy tylko połowicznie, którą bowiem wartość uznać za wiążącą: księgową, dochodową czy mieszaną? Tutaj po prostu nie ma obiektywnych kryteriów oceny, ponieważ pojęcie wartość jest pojęciem czysto subiektywnym, nie ma przecież nigdzie żadnego wykazu rzeczy z podaną obok wartością; wartość to nie to co wzrost, długość czy szerokość, gdyż nie można jej zmierzyć w centymetrach. Wszystko więc tutaj zależy od umiejętności negocjacyjnych poszczególnych negocjatorów. Do czego to prowadzi? Do swoistych deformacji. Gdyż w takim wypadku przedsiębiorstwo może zostać sprzedane po cenie nie w pełni odpowiadającej jej faktycznej wartości, jeżeli taka faktycznie istnieje, co jest w istocie dość wątpliwe.

Z tego więc punktu widzenia może faktycznie należałoby przyjąć, że przedsiębiorstwo jest warte tyle za ile zostało sprzedane. Jeżeli wyniki negocjacji doprowadziły do tego, że sprzedano je za pewną określoną sumę, to znaczy, że właściciel (sprzedający) wycenił ją na nie mniej a kupujący (przyszły właściciel) na nie więcej. Jest to pewien kompromis, który pozwala na zrealizowanie transakcji kupna - sprzedaży. Byłby to naszym zdaniem pogląd całkiem słuszny gdyby nie fakt, że w procesach negocjacyjnych dużą rolę odgrywają kryteria pozaekonomiczne (psychologia), które często decydują o parametrach ekonomicznych tj. cenie przedsiębiorstwa. W praktyce bowiem dość często mamy do czynienia z faktem sprzedaży przedsiębiorstwa po dużo niższej cenie niż zostało wycenione.

8.2. Problemy wynikające z warunków ogólnogospodarczych.

Z uwagi na fakt uwzględniania w procesie wyceny określonych parametrów (na przykład stopy dyskontowej) a także w związku z pewnymi przesłankami, warunkującymi przeprowadzenie procesu wyceny (na przykład prywatyzacja) spotykamy się z różnorodnymi problemami. Najważniejszy z nich to sytuacja polityczno-gospodarcza. W polskich realiach ma to dość duże znaczenie. Po pierwsze permanentnie zmieniające się warunki gospodarcze, niestabilna sytuacja polityczna, niestabilność przepisów powodują brak lub bardzo ograniczone możliwości prognozowania. Z roku na rok zmieniające się warunki gospodarcze utrudniają w znaczny sposób możliwość prognozowania za pomocą ekstrapolacji trendów, gdyż trudno wówczas mówić o tym, że przyszłość będzie kontynuacją przeszłości. Niełatwa do przewidzenia inflacja ogranicza jej pełne uwzględnienie w stopie dyskontowej. Sama stopa dyskontowa jest trudna do ustalenia co spowodowane jest nie tylko komplikacjami metodologicznymi. Niestabilność systemu gospodarczego w Polsce prowadzi do niezbyt wiernie odzwierciedlającej jej stan stopy dyskontowej. Taka stopa dyskontowa prowadzi z kolei do wypaczeń w wynikach wyceny. Można więc tu mówić o nie największej przydatności metod dochodowych a w perspektywie i metod mieszanych. Należy więc podchodzić do nich z dużą ostrożnością. Jest to poważny problem gdyż, to właśnie metody dochodowe, naszym zdaniem najwierniej odzwierciedlają wartość przedsiębiorstwa. Dopóki więc metody te będą miały małe znaczenie, dopóty większe znaczenie będą miały wyceny przedsiębiorstw na podstawie wartości jego majątku. To niestety nie pozwala na kompleksową ocenę przedsiębiorstwa jako całości a także ocenę jego wartości.

Ustawowa⁴ możliwość stosowania różnych metod do wyceny takiego samego przedmiotu może prowadzić do bardzo rozbieżnych wyników. Dlatego też problemy związane z wyceną przedsiębiorstw - określeniem ich

⁴ Ingerencja ustawodawcy w procesy wyceny przedsiębiorstw nie sprzyja prawidłowemu rozwojowi tej dziedziny, jaką są te właśnie procesy. Należy w szczególności zwrócić uwagę na fakt jakie metody rekomenduje ustawodawca. Tylko dwie z wyżej wymienionych metod *de facto* wyceniają przedsiębiorstwo. Reszta z nich wycenia majątek przedsiębiorstwa i niewiele świadczy o rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa. Rekomendacje ustawodawcy nie są zresztą dość jednoznaczne gdyż aproksymacja na przykład wartości likwidacyjnej opiera się na różnych podejściach. Jest więc polski system prawny niespójny z teorią a także praktyką wyceny przedsiębiorstw, utrudniając przy okazji jej prawidłowe funkcjonowanie. Zwrócić też należy uwagę na fakt, że każde wyceniane przedsiębiorstwo ma swoją własną specyfikę, mogą być przeróżne przesłanki wyceniania przedsiębiorstwa. To z kolei warunkuje dobór metod. Prawie każdy więc przypadek powinien być rozpatrywany oddzielnie a dobór metod ustalany przez fachowców przeprowadzających wycenę, a nie zaś przez urzędnika, mocno oddalonego od rzeczywistych problemów przedsiębiorstwa.

wartości, występujące w Polsce głównie ze względu na niedorozwój rynku przedsiębiorstw, powinny być stale analizowane.

Powinno to dotyczyć zarówno metod wyceny oraz „jakości” ich zastosowań w praktyce, jak i realizacji tych wycen do ustalonej w trakcie negocjacji „ceny przedsiębiorstwa”, która to cena w tym momencie staje się ceną rynkową (z pewnymi elementami ceny administracyjnej).

Pozostaje jednak nadal otwartym pytanie, za pomocą jakiej metody, techniki i narzędzia ma nastąpić adekwatnie ostateczne ustalenie wartości przedsiębiorstwa? Odpowiedź na to pytanie ma ogromne znaczenie ekonomiczne. Wartość przedsiębiorstwa stanowi bowiem przy prywatyzacji kapitałowej podstawę do ustalenia wartości emisyjnej akcji, która reprezentuje siłę przedsiębiorstwa do ściągania kapitału z rynku, natomiast przy prywatyzacji likwidacyjnej podstawę ustalenia należności za korzystanie z mienia Skarbu Państwa.

Stały monitoring tej problematyki przez szereg ośrodków akademickich w Polsce, instytucji niezależnych (w tym stowarzyszeń rzeczoznawców), kontrolnych (NIK, Ministerstwo Finansów) i Ministerstwo Przekształceń Własnościowych powinny wpłynąć na podniesienie jakości wycen, a przez to zabezpieczenie interesów obu stron i tworzenie „dobrego rynku”.

Bibliografia

1. *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, tom 2, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
2. Borowiecki R., Jaki A., Zderkowski J.S., *An Application of a Mixed Formula Methods for Simulation of Enterprise's Value Astimation*, Pennsylvania Journal of Business and Economics, 1995, Vol. 4, No. 1.
3. Budziak T., *Ile jest warte przedsiębiorstwo*, Poltext Warszawa 1990.
4. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Inc. 1990.
5. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG PRESS, Warszawa 1997.
6. J. Didier, *Słownik filozofii*.
7. Dz. U. RP Nr 36 z 1946r, poz. 223.
8. Dz. U. RP Nr 7 z 1995, poz. 34
9. Dz. U. RP Nr 91 z 17 kwietnia 1996 r
- 10-Dz. U. RP Nr 121 z 1994 r, poz.92
- 11.Dz. U. RP Nr 6 z 1997 r, poz. 35
- 12.Fedak Z. , *Wycena aktywów i pasywów oraz ustalanie wyniku finansowego*, Rachunkowość, Zeszyt specjalny 1994.
- 13.Ignaciuk I. , *Jak ustalać wartość przedsiębiorstwa*, Przegląd Organizacji 1990, nr 6,
- 14.Jaki A., Zderkowski J.S., *Koncepcja oraz formy przejawiania się wartości przedsiębiorstwa*, [w:] Materiały konferencyjne, *Analiza ekonomiczna i wycena przedsiębiorstw w procesie transformacji systemowe*, red. R. Borowiecki, AE w Krakowie, TNOiK O/Kraków, 1995.
- 15.Karnela-Sowińska A., *Przedmioty wyceny przy prywatyzacji*, Rachunkowość, 1992, nr 3.
- 16.Kamela-Sowińska, A., *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*, Rachunkowość, 1992, nr 6 i 7.
- 17.Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1994.
- 18.Kamela - Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996.
- 19.Kasiewicz S., *Zarządzanie wartością spółki publicznej*, Rzeczoznawca Majątkowy 1995, nr 7
- 20.Kopaliński Wł., *Słownik wyrazów obcych i zwrotów bliskoznacznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1978.
- 21.Kosińska M., Schmidtke E., *Wskaźnikowa metoda porównawcza wyceny rynkowej wartości nietypowych, z uwzględnieniem ma-*

- tych nieruchomości przemysłowych*, Rzeczoznawca Majątkowy, 1994 nr 1.
22. Kucharska-Stasiak E., *Dygresje dotyczące wyceny środków trwałych dla potrzeb aktualizacji ich wartości*, Rzeczoznawca Majątkowy, 1995, nr 6.
 23. Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Park - Bielsko Biała 1992.
 24. *Mała Encyklopedia Ekonomiczna*, PWE, Warszawa 1974.
 25. Mączyńska E., *Wycena wartości przedsiębiorstw w Europie Wschodniej w opinii zachodnich specjalistów*, Rzeczoznawca Majątkowy 1994, nr 2.
 26. *Metody wyceny przedsiębiorstw, procedury, przykłady*, red. R. Borowieckiego, AE Kraków, TNOiK Warszawa - Kraków, 1994
 27. Nogalski B., Głowacki K., *Wartość przedsiębiorstwa w warunkach polskich - problemy z aplikacją wybranych metod*, Przegląd Organizacji, 1994, nr 2
 28. Obwieszczenie Prezesa GUS z 8 lutego 1995, M.P. nr 7, poz. 34.
 29. Pasch K.H., Chajęcki A., *Prywatyzacja - jak wycenić przedsiębiorstwa? (propozycje z RFN)*, RKW, TNOiK, Warszawa, 1991.
 30. Pirsztuk S., Reszke A., *Wycena wartości przedsiębiorstwa „X”*, Materiał niepublikowany, 1996.
 31. Pratt S.P., *Valuing a business. Dow Jones-Irvin*, Illinois 1989.
 32. Rzeczpospolita z dnia 25 kwietnia 1996 .
 33. *Słownik języka polskiego*", PAN, Tom 2, Warszawa 1960.
 34. *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1968.
 35. *Słownik wyrazów obcych*", PWN, Warszawa 1964.
 36. Ślusarska D. *Podmioty gospodarcze, [w:] Prawno - ekonomiczne podstawy przekształceń własnościowych polskiej gospodarki. Zagadnienia prawne*, Edukacja Ekonomiczna Przedsiębiorczości, Warszawa 1993.
 37. Waśniewski T., Milkiewicz Z., *Metody wyceny przedsiębiorstwa w RFN*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, 1992, nr 3.
 38. *Wielka Encyklopedia Powszechna*", PWN, Warszawa 1963.
 39. Zalewski H., *Jak ustalać wartość majątku trwałego*, Rzeczpospolita, z dnia 21 listopada 1995 .
 40. Zalewski H., *Wartość majątku obrotowego*, *Agroprolog* 1996, nr 6.
 41. Zalewski H., *Finanse spółek i innych podmiotów gospodarczych*, ODDK Gdańsk, 1996.
 42. Zalewski H., *Firma to jakość*, Rzeczpospolita z dnia 24 czerwca 1997.

Spis tabel

Tabela 1	Wykaz wskaźników przeliczeniowych
Tabela 2	Majątek trwały sposób ustalania - podstawa wyceny
Tabela 3	Klasyfikacja przesłanek wyceny według D. Zarzeckiego
Tabela 4	Klasyfikacja przesłanek wyceny według M. Kufła
Tabela 5	Klasyfikacja przesłanek wyceny według R. Borowieckiego
Tabela 6	Określenie stopy dyskontowej dla firmy „X” na koniec 1996 roku
Tabela 7	Zestawienie budynków i budowli przeznaczonych do zbycia w miejscowości „X” i jej okolicy w latach 1994 -1996
Tabela 8	Ewidencyjne (księgowo) ujęte aktywa (majątek) „FIRMY XYZ” (w zł bez znaku po przecinku)
Tabela 9	Pasywa obce „FIRMY XYZ” w ujęciu ewidencyjnym (w zł bez znaku po przecinku)
Tabela 10	Aktywa (majątek) „FIRMY XYZ” w ujęciu skorygowanym (w zł bez znaku po przecinku)
Tabela 11	Pasywa obce „FIRMY XYZ” w ujęciu skorygowanym (w zł bez znaku po przecinku)
Tabela 12	Szacowanie stopy dyskontowej metodą iloczynową dla „FIRMY XYZ”
Tabela 13	Wartość dochodowa „FIRMY XYZ”
Tabela 14	Wartość mieszana (majątek + goodwill) „FIRMY XYZ”
Tabela 15	Syntetyczne zestawienie wycen wartości „FIRMY XYZ” w tys. zł
Tabela 16	Syntetyczne zestawienie wartości średniej ważonej zastosowanych metod wyceny „FIRMY XYZ” w tys. zł

Spis rysunków

Rysunek 1	Przepływy pieniężne w przemysłowej jednostce gospodarczej
Rysunek 2	Struktura majątku firmy
Rysunek 3	Wartości niematerialne i prawne
Rysunek 4	Struktura wartości firmy
Rysunek 5	Kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny środków trwałych
Rysunek 6	Aktywa firmy (majątek obrotowy)
Rysunek 7	Możliwości powiązań kapitałowych w ramach integracji pionowej i
Rysunek 8	Pięciokąt restrukturyzacji wartości firmy
Rysunek 9	Szanse i zagrożenia „FIRMY XYX” - metoda graficzna
Rysunek 8	Silne i słabe strony „FIRMY XYX” - metoda graficzna

Załącznik

Zestaw niezbędnych informacji o przedsiębiorstwie dla dokonania jego wyceny metodą majątkową (aktywów netto) oraz metodą dochodową (przepływów pieniężnych)

A. INFORMACJE OGÓLNE

1. status prawny przedsiębiorstwa; udziałowcy,
 - lokalizacja,
 - główne sfery działania (produkty, usługi),
 - główne rynki zbytu,
 - zasadnicze cechy ryzyka związane z charakterem prowadzonej działalności.
2. Krótka historia przedsiębiorstwa ze szczególnym uwzględnieniem tych faktów, które mają wpływ na obecną sytuację przedsiębiorstwa.

B. RYNEK

B

I. PRODUKT

1. Lista i charakterystyka produktów i usług (foldery, katalogi).
2. Krótka charakterystyka produktów substytucyjnych - zalety, wady w stosunku do produktów przedsiębiorstwa.
3. Na ile działalność przedsiębiorstwa ma charakter sezonowy, tzn. na ile sprzedaż zmienia się zwyczajowo w poszczególnych okresach roku?

II.KOSZTY, CENY I JAKOŚĆ PRODUKTU

1. Cenniki wyrobów firmy na moment sporządzania wyceny (najczęściej jest to koniec danego roku).
2. Jaka jest rentowność poszczególnych wyrobów?
3. Jak ocenić można jakość wyrobów na tle wyrobów innych przedsiębiorstw polskich i zagranicznych?
4. Co odróżnia produkty przedsiębiorstwa od wyrobów konkurencji?
5. Jak zmieniały się w ostatnich trzech latach ceny uzyskiwane przez przedsiębiorstwo (w wymiarze nominalnym i realnym)?

6. Jak kształtowały i kształtują się obecnie te ceny na tle średnich cen rynku, konkurentów, w tym produktów importowanych?

III. SPRZEDAŻ

1. Kształtowanie się wielkości produkcji i sprzedaży przedsiębiorstwa na rynku krajowym oraz w eksporcie, w czterech ostatnich latach poprzedzających moment sporządzania wyceny globalnie (ilościowo i wartościowo) i w rozbiciu na poszczególne produkty.

2. Eksport przedsiębiorstwa w ostatnich czterech latach, struktura towarowa i geograficzna eksportu oraz zachodzące w niej zmiany (w jednostkach naturalnych i w złotych).

3. Jaką przedsiębiorstwo przewiduje wielkość sprzedaży w najbliższej przyszłości (rok następny po sporządzaniu wyceny, w rozbiciu na poszczególne produkty)?

IV. ODBIORCY - KLIENCI

1. Struktura odbiorców przedsiębiorstwa i zmiany w niej w ciągu czterech ostatnich lat:

.1 Geograficzna (poszczególne regiony Polski, Europy),

.2 Głównej grupy odbiorców (odbiorcy - hurtownie, odbiorcy - producenci, odbiorcy - przedsiębiorstwa handlu zagranicznego, odbiorcy-sklepy, odbiorcy bezpośredni - chłopci itp.)

1. Charakter stosunków umownych z odbiorcami (umowy wieloletnie, roczne, jednorazowe transakcje, itp.).

2. Ile zamówień na przyszłość posiada przedsiębiorstwo? Jak duży jest ten portfel w stosunku do sprzedaży?

V. DOSTAWCY

1. Struktura dostawców przedsiębiorstwa i zmiany w niej w ciągu czterech ostatnich lat - najważniejsi dostawcy, zmiany na liście głównych dostawców, lokalizacja dostawców w stosunku do przedsiębiorstwa (odległość).

2. Charakter stosunków umownych z dostawcami (umowa nieformalna, umowa na piśmie wieloletnia, umowa na piśmie jednorazowa, organizowanie corocznego przetargu, itp.).

3. Ocena dostępności surowca wykorzystywanego przez przedsiębiorstwo (w tym przewidywane przyszłe trendy, np. ograniczanie podaży).

VI. KONKURENCJA

1. Lista głównych konkurentów przedsiębiorstwa (krajowych i zagranicznych, obecnych i potencjalnych).

2. Ogólna (wstępna) charakterystyka głównych konkurentów.

3. Czym przede wszystkim konkurują ze sobą przedsiębiorstwa danej branży?

VII. POZYCJA KONKURENCYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA - UDZIAŁ W RYNKU

1. Kształtowanie się udziału przedsiębiorstwa w rynku krajowym w czterech ostatnich latach.

2. Udział przedsiębiorstwa w eksporcie polskim w ostatnich czterech latach.

3. Jak Zarząd przedsiębiorstwa ocenia zmiany zachodzące w zakresie sprzedaży produktów przedsiębiorstwa w kraju i zagranicą? Jakie są główne przyczyny zmian w zakresie sprzedaży / eksportu?

4. Jakie jest image przedsiębiorstwa wśród osób z branży (kojarzy się negatywnie, pozytywnie, średnio, itp.)?

VII. ZEWNĘTRZNE WARUNKI MAJĄCE WPŁYW NA PRZEDSIĘBIORSTWO

1. Które warunki ekonomiczne kraju mają istotny wpływ na sytuację przedsiębiorstwa (inflacja, poziom stóp procentowych, recesja)?

2. Jakie są główne tendencje rynku krajowego i międzynarodowego, na którym działa przedsiębiorstwo?

3. Bariery dostępu do rynków zagranicznych.

4. Jakie produkty / rynki są zdaniem kierownictwa najbardziej zyskowe? Jakie są najmniej zyskowe?

C. ORGANIZACJA I ZARZĄDZANIE

1. Jakie są kwalifikacje formalne i doświadczenia zawodowe członków ścisłego kierownictwa? Przygotować krótkie profile zawodowe kierownictwa wskazujące m.in. na zdolności w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem w warunkach gospodarki rynkowej.

2. Struktura organizacyjna przedsiębiorstwa (rysunek). Jak dawno struktura ta była zmieniana i na czym polegają te zmiany?

D. ZATRUDNIENIE I PŁACE

1. Jaka jest wielkość zatrudnienia (dane za cztery ostatnie lata)?

2. Dane o absencjach pracowników (wielkość i powody).

3. Jakie jest średnie wynagrodzenie pracowników?

4. Jakie są główne zasady polityki płacowej?

5. Jaka jest wysokość świadczeń pozapłacowych (w wymiarze pieniężnym)?

E INNE

1. Czy w ostatnim okresie miały miejsce lub w najbliższej przyszłości są oczekiwane jakieś fakty, które miały lub będą miały istotne znaczenie dla sytuacji przedsiębiorstwa (mogąją istotnie pogorszyć lub poprawić, np. przedsiębiorstwo zamierza zmieniać siedzibę, co związane jest z kosztami)?

INFORMACJE DLA CELÓW ANALIZY FINANSOWEJ

Należy udostępnić kopie sprawozdań F-01 na koniec każdego miesiąca roku w którym sporządzana jest wycena oraz F-02 za ostatnie cztery lata (w przypadku bilansów - także za okresy półroczne, jeśli są dostępne). Odpowiedzi na punkty oznaczone gwiazdką (*) nie będą niezbędne w przypadku dostarczenia Raportów z badania sprawozdania finansowego za ostatnie cztery lata. Punkty nie oznaczone gwiazdką powinny być opracowane i przesłane niezależnie od dostarczenia wspomnianych raportów. Ponadto należy przygotować zestaw materiałów według punktów zamieszczonych poniżej. Jeżeli tekst nie zawiera dokładniejszych wskazówek, należy podać informacje na koniec ostatnich czterech lat oraz roku bieżącego.

I. ZOBOWIĄZANIA*

1. Zestawienie kwot zobowiązań handlowych oraz wobec Budżetu według stanu na moment sporządzania wyceny. W podziale na sumy należne do 30 dni, od 30 do 60 dni, od 60 do 90 dni, od 90 do 180 dni oraz powyżej 180 dni (z podaniem wierzycieli). Prosimy o podanie wielkości odsetek dla najstarszych kwot zobowiązania.

2. Lista spraw w sądzie z podaniem:

- nazwa wierzyciela;
- kwoty głównej zobowiązania oraz odsetek, jej wieku;
- informacja, czy zostało już wydane postanowienie.

II. NALEŻNOŚCI*

1. Zestawienie należności przedsiębiorstwa na dzień 31.12.1994 r. w podziale na sumy należne do 30 dni, od 30 do 60 dni, od 60 do 90 dni, od 90 do 180 dni oraz powyżej 180 dni. Prosimy także o podanie dłużników oraz odsetek dla najstarszych kwot.

2. Lista spraw w sądzie z podaniem:

- nazwa dłużnika;
- kwoty głównej należności oraz odsetek, wieku;
- informacja, czy zostało już wydane postanowienie.

III. INWESTYCJE*

Zestawienie inwestycji w toku na dzień sporządzania wyceny w podziale na:

- poszczególne żądania inwestycyjne;
kwoty wydatkowane na ich realizację w poszczególnych czterech ostatnich latach;
- wielkość nakładów niezbędnych do ukończenia;
- przewidywany termin zakończenia;
krótki komentarz informujący, czy dana inwestycja będzie kontynuowana/ sprzedana/ zlikwidowana.

IV. KREDYTY*

Zestawienie kredytów i pożyczek na dzień sporządzania wyceny na z podaniem:

- kopii umowy kredytowej;
- informacja dotycząca przebiegu spłat;
- stan zobowiązań wobec poszczególnych wierzycieli według stanu na moment sporządzania wyceny podaniem wysokości kwoty głównej i odsetek.

V. UMOWY LEASINGOWE

- kopie umów leasingowych;
- informacje dotyczące przebiegu spłat;
- stan zobowiązań wobec poszczególnych leasingodawców według stanu na moment sporządzania wyceny.

VI. ŚRODKI TRWAŁE*

1. Zestawienie środków trwałych za okres ostatnich czterech lat według schematu: nazwa środka trwałego, data zakupu, wartość początkowa, wartość umorzenia, stawka amortyzacyjna (według grup środków trwałych (GUS)).

2. Zestawienie środków trwałych, które nie są wykorzystywane oraz są przeznaczone do sprzedaży (wynajęcia) likwidacji, według stanu na moment sporządzania wyceny z podaniem ich wartości brutto oraz netto.

3. Jako uzupełnienie należy dołączyć wyliczenie amortyzacji na przyszłe 5lat z kwartalnym rozbiem dla pierwszego roku prognozy) dla majątku istniejącego w firmie na dzień sporządzania wyceny.

VI. ZAPASY*

1. Zestawienie wartości zapasów niechodliwych oraz tych, które są niepełnowartościowe lub będą zlikwidowane, w podziale na największe pozycje oraz „pozostałe”, na dzień sporządzania wyceny.

2. Zestawienie wartości zapasów w podziale na asortymenty do 3 miesięcy, od 3 do 6 miesięcy, od 6 do 12 miesięcy oraz powyżej 1 roku (w kwotach ogółem).

VII. PROGNOZY

Prognozy na pięć najbliższych lat wyrażone w złotych polskich. Należy przygotować prognozy przynajmniej dla wariantów A i B.

Wariant A - zakładający, iż na przykład FIRMA „X” pozostanie głównym odbiorcą produkcji spółki;

Wariant B - zakładający, że na przykład FIRMA „X” przestanie być głównym odbiorcą produkcji spółki która będzie zmuszona poszukiwać nowych kanałów dystrybucji pozwalających sprzedać produkcję wysłaną dotychczas FIRMA „X”. W tym wypadku należy dokładnie zanalizować możliwości znalezienia odbiorcy zagranicznego z uwzględnieniem ewentualnego, czasowego zmniejszenia sprzedaży lub też sprzedaż całości produkcji w kraju (analiza rozwoju służb marketingowych, nowi odbiorcy krajowi). Przy opracowywaniu prognoz prosimy o kierowanie się następującymi, podstawowymi zasadami:

- przyjęcie momentu sporządzania wyceny jako „momentu zeroowego” prognozy,
- użycie cen stałych z momentu sporządzania wyceny, nie zawierających VAT.

Prognoza produkcji (sprzedaży):

- prognoza produkcji (ilościowo), ze wskazaniem wielkości produkcji na sprzedaż i przeznaczonej na zasilenie zapasu wyrobów gotowych, w rozbiciu na grupy produktów,

- prognoza sprzedaży (ilościowo - w sztukach i wartościowo - z oddzielnym podaniem przeciętnych cen dla wyrobów (cen bez VAT, bądź grup wyrobów). Ceny w eksporcie prosimy wyrazić w walucie kraju lub w USD,

- prognoza sprzedaży w rozbiciu na sprzedaż krajową i eksportową - w celu uwzględnienia VAT należnego.

Prognoza kosztów:

1. W rozbiciu na działy / grupy wyrobów analogicznym do prognozy produkcji / sprzedaży,

2. W rozbiciu na koszty stałe i zmienne w ramach każdego działu,

3. W zakresie powyższych kategorii kosztów w dalszym rozbiciu na: bezpośrednie koszty produkcyjne oraz na koszty pośrednie (z wydzielaniem materiałów, robocizny, energii, mediów (woda, gaz, para, itd.),

4. We wszystkich wypadkach należy określić, oprócz wartości, metody liczenia danego kosztu, np. wynagrodzenia: ilość zatrudnionych x przeciętna płaca działu, itp.,

5. Dla wynagrodzeń należy wydzielić wynagrodzenia i narzuty na wynagrodzenia,

6. Dla materiałów należy wydzielić podstawowe surowce i podać odpowiednie stawki VAT naliczonego,

7. Określając poszczególne pozycje kosztów trzeba dokonać rozbicia pozycji „usługi obce” układu rodzajowego,

8. Dla tzw. Kosztów ogólnozakładowych (administracja, marketing, ubezpieczenia majątku produkcyjnego, koszty zarządu, telekomunikacja, podróże służbowe, transport przewoźny handlowy) należy opracować prognozę łącznie dla całej firmy i o oddzielne wskazanie, o ile to możliwe, jak poszczególne koszty rozkładają się na grupy produktów.

9. Dla określenia kosztów administracji i marketingu należy wydzielić koszty osobowe (wynagrodzenia i narzuty na wynagrodzenia).

Prognoza zapotrzebowania na kapitał obrotowy

Prognozy rotacji (w dniach) należności, zobowiązań i zapasów, również

z wydzieleniem rotacji zapasów: materiałów, produkcji w toku, wyrobów gotowych i towarów.

INWESTYCJE (Nowe inwestycje)

1. Ogólny opis realizacji inwestycji.

2. Wymagane warunki lokalizacyjne - infrastruktura, podłączenia energetyczne, gazowe, wodne itp.

3. Harmonogram inwestycji: data rozpoczęcia i zakończenia, terminy poszczególnych etapów, terminy zakupu niezbędnych urządzeń, wykonania robót itp.

4. Koszty inwestycji (zgodnie z harmonogramem inwestycji wydatki w walucie zakupu, z podaniem stawek amortyzacyjnych, ew. ceł, podatku granicznego, stawek naliczonego VAT, itp.) wg następującego podziału:

grunty i tereny,

- budynki i budowle,

- urządzenia techniczne, maszyny, wyposażenie produkcyjne i handlowe,

- środki transportu, wyposażenie,

- wartości niematerialne i prawne (koncesje, patenty, licencje, znaki towarowe itp.),

- wydatki przedoperacyjne (ubezpieczenia, dokumentacja, nadzór techniczny, inwestycyjny itp.),

- rezerwy (określenie, które wydatki inwestycyjne mogą ulec zmianie -powody- oraz margines w % na wydatki nieprzewidziane),

reinwestycje (po jakim czasie i w jakiej wysokości należy dokonać większych wydatków na wymianę, modernizację i remont środków trwałych, ze względu na zużycie fizyczne, nową technologię, postęp techniczny i inne),

- kapitał obrotowy niezbędny do rozpoczęcia operacji (zapasy materiałów i surowców oraz środków pieniężnych do zakończenia fazy rozruchu i osiągnięcia stałych przychodów ze sprzedaży).

VIII. STRUKTURA KOSZTÓW FINANSOWYCH - JAKO UZUPEŁNIENIE DO F-02 ZA OSTATNIE CZTERY LATA

IX. STRUKTURA ZYSKÓW I STRAT NADZWYCZAJNYCH - JAK WYŻEJ*

X. STAWKI VAT NALEŻNEGO (PRZY SPRZEDAŻY KRAJOWEJ) DLA GŁÓWNYCH GRUP WYROBÓW (JEŚLI SĄ ZRÓŻNICOWANE), STAWKI VAT NALICZONEGO PRZY ZAKUPACH MATERIAŁÓW, SUROWCÓW, ITP.



**WYŻSZA SZKOŁA ADMINISTRACJI I BIZNESU
W GDYNI**

81-303 Gdynia, ul. Kielecka 7

tel. (0-58) 661 28 00

fax. (0-58) 621 12 70

ISBN 83-905321-9-0