

Michał Grudziński

Uniwersytet Szczeciński

METODY PORÓWNAWCZE W WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW – BŁĘDY, KONTROWERSJE, STANDARDY

Streszczenie: W niniejszym artykule poruszone zostały kwestie błędów, kontrowersji i standardów związanych ze stosowaniem metod porównawczych w wycenie przedsiębiorstw. W pierwszej części przedstawiono problem umiejscowienia metod porównawczych w klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw, a w kolejnej podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, czym jest przedsiębiorstwo porównywalne. W trzeciej części wskazano zaś błędy przy konstrukcji i wyborze wykorzystywanych w procesie wyceny mnożników.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, metody porównawcze, standardy.

1. Wstęp

Dynamiczny rozwój rynku wyceny przedsiębiorstw w Polsce był silnie związany z transformacją ustrojową, jaka miała miejsce w naszym kraju na początku lat dziewięćdziesiątych. Mimo blisko dwudziestu lat doświadczeń w Polsce do tej pory nie udało się jednak stworzyć spójnego systemu przepisów, które regulowałyby proces wyceny przedsiębiorstw. Brak tego rodzaju standardów powodować może wiele nieporozumień i kontrowersji związanych z interpretacją pojęć i ze stosowaniem określonych procedur wyceny przedsiębiorstw. W literaturze przedmiotu spotkać można bowiem różne – niejednokrotnie wykluczające się – poglądy dotyczące klasyfikacji i zastosowania poszczególnych metod wyceny. W niniejszym artykule przedstawiono zostały błędy, kontrowersje i standardy związane z zastosowaniem metod porównawczych.

2. Miejsce metod porównawczych w klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw

Właściwa wycena podmiotów gospodarczych jest jednym z kluczowych problemów dla współczesnej teorii finansów. Zapotrzebowanie na efektywne wyznaczanie wartości przedsiębiorstwa najczęściej związane jest ze zmianami w jego strukturze własnościowej. Wyceny podmiotów gospodarczych sporządzane mogą być również

między innymi w celu określenia strategii działania, wartości zabezpieczenia (zastawu) kredytu czy też w celach podatkowych. W zależności od przyjętego celu wyceny do oszacowania wartości przedsiębiorstwa wykorzystywane mogą być różne podejścia określające ogólny sposób, w jaki będzie ta wyznaczana wartość¹.

W literaturze przedmiotu sposoby określania wartości przedsiębiorstw klasyfikowane są według różnych koncepcji, co może być powodem wielu nieporozumień i kontrowersji². Metody porównawcze będące przedmiotem niniejszego artykułu przez niektórych autorów zaliczane są do podejścia dochodowego, przez innych z kolei wyróżniane są jako osobny sposób wyceny nazywany podejściem porównawczym. Zaliczanie metod porównawczych do grupy metod dochodowych budzi wiele sporów, na co zwracają uwagę sami autorzy stosujący tego typu klasyfikację. Argumentują oni jednak, że wykorzystywane w metodach porównawczych wartości rynkowe przedsiębiorstw porównywalnych zostały ustalone przez inwestorów na podstawie oceny zdolności tychże podmiotów do kreowania dochodów w przyszłości, stąd też metody porównawcze należy zakwalifikować do grupy metod dochodowych³.

Posługując się kryterium polegającym na podziale metod wyceny ze względu na podstawowe źródło informacji służące do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa, słuszne wydaje się wyodrębnienie, prócz grupy metod majątkowych i dochodowych, również metod porównawczych⁴. Podział taki stosowany jest między innymi w standardach przyjętych przez Amerykańskie Stowarzyszenie Rzeczoznawców (American Society of Appraisers, ASA). W standardach tych wyróżnione zostały trzy podejścia do wyceny przedsiębiorstw: podejście majątkowe (*asset-based approach*), podejście dochodowe (*income approach*) oraz podejście rynkowe (*market approach*). Porównawcze metody wyceny przedsiębiorstw zaliczane są do podejścia rynkowego definiowanego jako „ogólny sposób określenia wartości przedsiębiorstw, udziałów własnościowych, papierów wartościowych lub wartości niematerialnych przy użyciu jednej metody lub ich większej liczby, które porównują przedmiot wyceny do podobnych przedsiębiorstw, udziałów własnościowych, papierów wartościowych lub wartości niematerialnych, które zostały już sprzedane”⁵.

¹ Należy zaznaczyć, że wybór konkretnej metody lub metod wyceny przedsiębiorstwa jest wypadkową wielu oddziałujących na siebie czynników. Cel wyceny uważany jest jednak za najbardziej ogólny i często decydujący, D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 59-62.

² Klasyfikacje metod wyceny przedsiębiorstw proponowane przez poszczególnych autorów zebrane i przedstawione zostały w pracy A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 89-97.

³ Autorzy, którzy zaliczają metody porównawcze do klasy metod dochodowych, to m.in. R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER, Warszawa 2002, s. 122-127 oraz S. Kasiewicz, E. Mączyńska, *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999, s. 111-114.

⁴ Należy zauważyć, że D. Zarzecki, wyd. cyt., s. 54-58, stosując opisywane kryterium, wyróżnia jeszcze grupę metod mieszanych oraz metody niekonwencjonalne.

⁵ *ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers, Business Valuation Committee, Herndon 2008, s. 12.

W polskim prawodawstwie nie ma kompleksowych rozwiązań dotyczących regulacji procesu wyceny przedsiębiorstw. Definicje i procedury związane z wyceną podmiotów gospodarczych lub należących do nich aktywów, w zależności od celu dokonywania wyceny, zostały określone przepisami wielu odrębnych aktów prawnych⁶. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku wyceny nieruchomości. Ustawa o gospodarce nieruchomościami w stosunkowo precyzyjny sposób określa klasyfikację i definicję sposobów ustalenia wartości nieruchomości⁷. Zgodnie z art. 152 ust. 2 tej ustawy „wyceny nieruchomości dokonuje się przy zastosowaniu podejść: porównawczego, dochodowego lub kosztowego, albo mieszanego, zawierającego elementy podejść poprzednich”. W omawianej ustawie znalazła się również definicja podejścia porównawczego, które zgodnie z art. 153 ust. 1 te same ustawy „polega na określeniu wartości nieruchomości przy założeniu, że wartość ta odpowiada cenom, jakie uzyskano za nieruchomości podobne, które były przedmiotem obrotu rynkowego. Ceny te koryguje się ze względu na cechy różniące nieruchomości podobne od nieruchomości wycenianej oraz uwzględnia się zmiany poziomu cen wskutek upływu czasu. Podejście porównawcze stosuje się, jeżeli są znane ceny i cechy nieruchomości podobnych do nieruchomości wycenianej”⁸. Dążąc do unifikacji definicji stosowanych w wycenie przedsiębiorstw i nieruchomości, warto skorzystać z doświadczeń rzeczoznawców majątkowych, należy jednak pamiętać, że wycena przedsiębiorstw jest zagadnieniem zdecydowanie szerszym, w którym powinny być akcentowane przede wszystkim aspekty ekonomiczne.

2.1. Czy jest przedsiębiorstwo porównywalne?

Wycena przedsiębiorstw metodami porównawczymi wymaga jasnego zdefiniowania terminu „przedsiębiorstwo porównywalne”. Próby wyjaśnienia tego pojęcia znalazły swoje odzwierciedlenie zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w przepisach stosowanych przez niektóre organizacje skupiające osoby zajmujące się wyceną przedsiębiorstw. Złożoność i praktyczna niepowtarzalność przedsiębiorstw jako dóbr o charakterze indywidualnym powoduje jednak, że stosowane definicje mają charakter niezwykle ogólny.

W opinii klasyka finansów A. Damodarana „przedsiębiorstwo porównywalne to takie, którego przepływy pieniężne, ryzyko i potencjał wzrostu są podobne do przedsiębiorstw wycenianego”. Definicja ta dopuszcza sytuację, w której przedsię-

⁶ Zestawienie aktów prawnych regulujących proces wyceny przedsiębiorstw w powiązaniu z osiąganymi na ich podstawie celami wyceny przedstawili i opisali R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, wyd. cyt., s. 71-82.

⁷ Związki i rozbieżności pomiędzy wyceną przedsiębiorstw i nieruchomości szerzej opisuje E. Mączyńska, *Dylematy prognozowania a wycena przedsiębiorstw i nieruchomości*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 533, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 16, Drukarnia Wydawnicza im. W.L. Anczyca, Szczecin 2009, s. 125-139

⁸ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (DzU 1997 nr 115, poz. 741).

biorstwo wyceniane i przedsiębiorstwo porównywalne pochodzić będą z różnych sektorów. Wspomniany autor zaznacza jednak, że w praktyce przedsiębiorstwo porównywalne jest często definiowane jako przedsiębiorstwo pochodzące z tego samego sektora, z którego pochodzi spółka wyceniana⁹. Takie rozwiązanie można znaleźć między innymi w standardach stosowanych przez ASA. Zgodnie z przyjętymi przez tę organizację przepisami „idealnymi przedsiębiorstwami porównywalnymi są przedsiębiorstwa pochodzące z tego samego sektora co przedsiębiorstwo wyceniane, jednak jeśli w danym sektorze dostępna jest niewystarczająca ilość informacji, dopuszcza się wybór przedsiębiorstwa porównywalnego spoza sektora, powinno ono być jednak podobne pod takim względami, jak między innymi: rynki zbytu, produkty, stopień rozwoju czy sezonowość działalności”¹⁰.

Zakładając, że z punktu widzenia inwestorów wszystkie przedsiębiorstwa wytwarzają ten sam produkt finalny – gotówkę, należy stwierdzić, że w przypadku przedsiębiorstw porównywalnych powinna istnieć silna korelacja między generowanymi przez nie przepływami pieniężnymi. Wybierając przedsiębiorstwo porównywalne według sektorowej klasyfikacji przedsiębiorstw, przyjmuje się, że wspomniana korelacja jest silna, ponieważ przepływy pieniężne generowane przez spółki z tej samej branży zależeć powinny od podobnych czynników. Przedstawiony pogląd, który wydaje się potwierdzać słuszność zaleceń zawartych w standardach ASA, nie sprawdza się jednak zawsze. Znamienny jest tutaj przykład podawany przez B. Cornella dotyczący firm IBM oraz AST Research¹¹. Oba wymienione podmioty związane są z branżą komputerową i mają ten sam numer SIC¹², 3573, różnią się jednak zarówno skalą działalności, jak i strukturą kapitału. Dodatkowo wymienione przedsiębiorstwa wytwarzają inne rodzaje produktów, stosują odmienną filozofię zarządzania i mają różną historię powstania, czy zatem można je nazwać przedsiębiorstwami porównywalnymi?

Wybór przedsiębiorstw porównywalnych nie powinien się więc odbywać tylko i wyłącznie na podstawie kodów klasyfikacji działalności, ale również pewnych dodatkowych kryteriów. W literaturze przedmiotu zalicza się do nich najczęściej takie parametry charakteryzujące działalność przedsiębiorstw, jak: produkty, rodzaj i cechy rynku, na którym przedsiębiorstwa funkcjonują i do których mają dostęp, struktura kapitału, sposób zarządzania, doświadczenie pracowników, poziom nowoczesności środków trwałych oraz charakter realizowanych procesów technologicznych,

⁹ A. Damodaran, *Valuation Multiples: First Principles*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (10.05.2009).

¹⁰ W standardach stosowanych przez ASA odnaleźć można dwie definicje przedsiębiorstwa porównywalnego; pierwsza z nich związana jest z zastosowaniem metody porównywalnych spółek publicznych, druga z kolei dotyczy metody transakcji porównywalnych.

¹¹ Firma AST Research, 2001 r.

¹² SIC (*Standard Industrial Classification*) – amerykańska klasyfikacja branżowa wyrażona w postaci numerycznej.

a także ogólna ekonomiczno-finansowa sytuacja przedsiębiorstw¹³. Warto zauważyć, że spełnienie wszystkich podawanych w literaturze warunków pozwalających uznać dwa podmioty za porównywalne w praktyce okazuje się niemożliwe. Wynika to ze wspomnianej już wcześniej specyfiki każdego przedsiębiorstwa. Pojawia się tutaj jednak pytanie, czy jednoczesne spełnienie wszystkich wymienionych kryteriów jest faktycznie niezbędne? Przedmiotem poszukiwań jest przecież przedsiębiorstwo porównywalne, a nie identyczne.

Udzielenie odpowiedzi na pytanie, ile i jakie warunki powinny być spełnione, by uznać dwa przedsiębiorstwa za porównywalne, w praktyce okazuje się niemożliwe. W literaturze przedmiotu i standardach przyjętych przez organizacje skupiające osoby zajmujące się wyceną przedsiębiorstw wskazane zostały pewne parametry, które powinny zostać poddane analizie przy poszukiwaniach porównywalnego podmiotu, jednak ostateczna decyzja o tym, czy dane przedsiębiorstwa można uznać za porównywalne, czy też nie, zależy wyłącznie od subiektywnej oceny osoby dokonującej wyceny.

2.2. Zasady konstrukcji i wyboru mnożników

Metody mnożnikowe należą do najbardziej rozpowszechnionych odmian metod porównawczych. Mimo swojej niewątpliwiej popularności metody te, niestety, nie zawsze są stosowane w sposób prawidłowy. Podstawowe błędy, jakie spotkać można zarówno w praktyce, jak i w niektórych opracowaniach teoretycznych, polegają na nieodpowiednim wyborze i nieprawidłowej konstrukcji wykorzystywanych w procesie wyceny mnożników.

Mnożniki odzwierciedlające relacje, jakie zachodzą między wybranymi kategoriami wartości a określonymi zmiennymi ekonomicznymi, podzielić można na dwie grupy:

- 1) mnożniki oparte na wartości kapitału własnego (*Equity Value*), w tym:
 - P/E (cena/zysk),
 - P/BV (cena/wartość księgową),
- 2) mnożniki oparte na wartości kapitału całkowitego (*Enterprise Value*), w tym:
 - $EV/Sales$,
 - $EV/EBIT$,
 - $EV/EBITDA$ ¹⁴.

¹³ B. Cornell, *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999, s. 56, za: S. Pratt, *Valuing a Business*, Business One Irwin, Homewood (Ill), 1989; R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, wyd. cyt., s. 124.

¹⁴ M. Melich, R. Tuziemek, *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, [w:] *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006, s. 313-317.

W przypadku drugiej grupy często popełnianym błędem jest utożsamianie *Enterprise Value* z wartością kapitalizacji rynkowej. Błąd ten głównie dotyczy wskaźnika *EV/Sales*, który w literaturze spotykany jest również pod nazwą *cena/przychody* (*Price/Revenue Ratio*). Stosowanie nazwy *cena/przychody* może być mylące, sugeruje bowiem, że w liczniku tego wskaźnika powinna się znajdować tylko i wyłącznie cena akcji przedsiębiorstwa porównywalnego, niepowiększona o wartość jego zadłużenia. Należy jednak pamiętać, że zastosowanie takiego uproszczenia byłoby błędem, ponieważ znajdujące się w mianowniku przychody ze sprzedaży przynależą wszystkim stronom finansującym, a rynkowa cena akcji odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa przynależną jedynie właścicielom¹⁵. Prawidłowa konstrukcja wskaźnika *EV/Sales* wymaga więc, by wartość kapitalizacji rynkowej przedsiębiorstwa została powiększona o wartość jego zadłużenia netto. Dzięki zastosowaniu takiego rozwiązania uzyskana zostanie rynkowa wartość kapitału całkowitego, czyli wspomniana już wcześniej *Enterprise Value*. Opisany sposób obliczania wskaźnika *EV/Sales* dla przedsiębiorstw porównywalnego przedstawia wzór (1)¹⁶.

$$EV/Sales = \frac{EV}{\text{przychody ze sprzedaży}}, \quad (1)$$

gdzie: *EV* = wartość kapitalizacji rynkowej + wartość zadłużenia netto.

Wykorzystując w wycenie metody mnożnikowe, należy pamiętać nie tylko o właściwej konstrukcji mnożników, ale również o ich prawidłowym doborze. Dotyczy to zwłaszcza przypadków, w których struktura finansowania przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstw porównywalnych znacznie różni się od struktury finansowania przedsiębiorstwa wycenianego¹⁷. W takich sytuacjach niewłaściwe jest korzystanie ze wskaźników opartych na *Equity Value*, takich jak na przykład wskaźnik *cena/zysk*. Wynika to z faktu, że kapitał własny przedsiębiorstwa finansującego się w większej mierze długiem obciążony jest większym ryzykiem, stąd każda dodatkowa złotówka zysku z kapitału powodować będzie obniżenie wartości tego wskaźnika. Rozwiązaniem tej sytuacji jest korzystanie ze wskaźników opartych na wartości kapitału całkowitego (np. *EV/EBIT*, *EV/EBITDA*), których wartość powinna być zbliżona, również w przypadku porównywania firm o zróżnicowanej strukturze kapitału¹⁸.

¹⁵ Błąd taki popełniają m.in. R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, wyd. cyt., s. 125, oraz A. Jaki, wyd. cyt., s. 117. Wspomniani autorzy, opisując wskaźnik *cena/przychody*, twierdzą, że jest on ilorazem ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa oraz wielkości jego rocznych przychodów ze sprzedaży przypadających na jedną akcję. Autorem, który opisując wspomniany wskaźnik, również korzysta z nazwy *cena/przychody*, jest D. Zarzecki, wyd. cyt., s. 340, autor ten wskazuje jednak na konieczność powiększenia ceny akcji o wartość długu przypadającą na jedną akcję.

¹⁶ M. Melich, R. Tuziemek, wyd. cyt., s. 316.

¹⁷ Argumenty za tym, że przynajmniej w małym stopniu wartość przedsiębiorstwa zależy od struktury jego kapitału, w licznych publikacjach naukowych przedstawili M.H. Miller i F. Modigliani.

¹⁸ Przedstawione zagadnienie szerzej opisuje B. Cornell, wyd. cyt., s. 64-67.

Metody mnożnikowe uważane są powszechnie za najprostszy i najszybszy sposób wyznaczenia wartości przedsiębiorstw. Warto jednak pamiętać, że ich prostota jest tylko pozorna, prawidłowe zastosowanie wspomnianych metod wymaga bowiem szerokiej wiedzy teoretycznej. Znajomość podstawowych zasad, którymi należy kierować się przy konstrukcji i wyborze mnożników, znacznie ogranicza ryzyko popełnienia błędów, a tym samym zwiększa wiarygodność otrzymanywnych szacunków wartości.

Literatura

- ASA Business Valuation Standards*, American Society of Appraisers, Business Valuation Committee, Herndon 2008.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER, Warszawa 2002.
- Cornell B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999.
- Damodaran A., *Valuation Multiples: First Principles*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/10.05.2009>.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Mączyńska E., *Dylematy prognozowania a wycena przedsiębiorstw i nieruchomości*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 533, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 16, Drukarnia Wydawnicza im. W.L. Anczyca, Szczecin 2009.
- Melich M., Tuziemek R., *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, [w:] *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa.
- Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2006.
- Pratt S., *Valuing a Business*, Business One Irwin, Homewood (III), 1989.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (DzU 1997 nr 115, poz. 741).
- Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999.

COMPARATIVE METHODS IN BUSINESS VALUATION – MISTAKES, CONTROVERSIES, STANDARDS

Summary: This paper discusses mistakes, controversies and standards concerning comparative methods in business valuation. The author tries to answer several questions concerning those methods, like for example “are the comparative methods a part of the income approach or a separate approach?” or “how many and which criteria must be fulfilled so that one could say that two companies are comparable?”.