

PRACE NAUKOWE

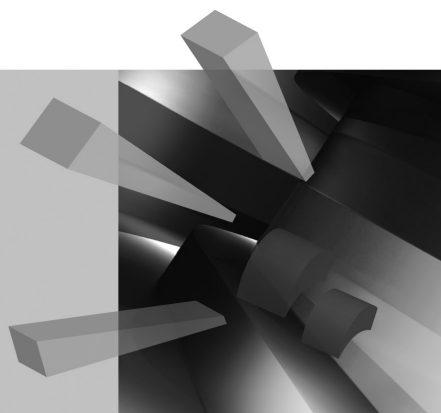
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controllingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radośniński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies)	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastosuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Piotr Szymański

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

JAKIE PROBLEMY NAPOTYKAJĄ EKSPERCI PRZY WYCENIE PRZEDSIĘBIORSTW? WYNIKI BADAŃ

Streszczenie: W artykule zaprezentowano części wyników badań ankietowych przeprowadzonych wśród ekspertów z zakresu wyceny przedsiębiorstw z 18 krajów świata, którzy posługują się w swojej praktyce różnymi standardami wyceny. W badaniach próbowano znaleźć odpowiedzi na pytania: czy w praktyce wyceny w ostatnich latach nastąpił postęp, czy w związku z tym eksperci potrafią oszacować wartość lepiej niż kiedykolwiek wcześniej, czy proces wyceny przedsiębiorstw staje się, coraz bardziej skomplikowany i w jakim stopniu oraz jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, standardy wyceny przedsiębiorstw, proces wyceny przedsiębiorstw.

1. Wstęp

Wycena przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstwa, akcji, udziałów lub innych form wkładu właścicieli oraz innych przedsięwzięć biznesowych jest istotnym elementem życia gospodarczego. Tego typu wyceny są podstawą do rozliczeń między stronami transakcji, w sporach sądowych między właścicielami lub w przypadku innych form rozliczeń. Zarówno teoria, jak i praktyka wskazuje, że wycena przedsiębiorstw to skomplikowany proces co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, ze względu na obiekt zainteresowania – przedsiębiorstwo będące strukturą o różnym stopniu złożoności, mechanizmem o wielu zależnościach wewnętrznych i wielu związkach z otoczeniem. Po drugie, wycena przedsiębiorstw wykorzystuje wiedzę z zakresu ekonomii, finansów i zarządzania, a także pośrednio innych nauk społecznych. Tak szeroki zakres wiedzy o zróżnicowanym aparacie pojęciowym utrudnia percepcję oraz generuje szereg problemów, które przekładają się na praktykę w tym zakresie. W odpowiedzi na te między innymi problemy praktyki wyceny oraz w celu podniesienia poziomu merytorycznego wycen w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie powstały pierwsze standardy wyceny przedsiębiorstw. W kolejnych latach można było zaobserwować proces wprowadzenia standardów wyceny

przedsiębiorstw w kolejnych krajach. Powstały także standardy międzynarodowe, które zostały przyjęte jako standardy krajowe w niektórych państwach. Podjęto również inicjatywę stworzenia standardów europejskich w tym zakresie przez organizację TEGOVA, co jednak nie zostało zrealizowane. W efekcie rośnie liczba krajów wprowadzających standardy wyceny przedsiębiorstw. Równocześnie w gospodarkach wielu krajów zachodzą istotne zmiany na skutek procesu globalizacji i związanej z tym liberalizacji handlu oraz przepływu kapitału. Na to nakładają się zmiany technologiczne usprawniające przepływ informacji. Dodatkowo w ostatnich kilku latach światową gospodarką wstrząsają kryzysy: pierwszy na rynku kredytów *sub-prime* oraz drugi, będący w pewnym związku z pierwszym, kryzys na rynku długu publicznego. W tym kontekście powstają następujące pytania:

- Czy w praktyce wyceny przedsiębiorstw w ostatnich latach nastąpił postęp i czy w związku z tym eksperci potrafią oszacować wartość lepiej niż kiedykolwiek wcześniej?
- Czy proces wyceny przedsiębiorstw staje się coraz bardziej skomplikowany i w jakim stopniu?
- Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Gdzie mogą pojawiać się błędy w wycenie przedsiębiorstw?

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na powyższe pytania. Do jego realizacji wykorzystano badania ankietowe, które przeprowadzono wśród ekspertów z zakresu wyceny przedsiębiorstw z 12 krajów świata, posługujących się w swojej praktyce różnymi standardami wyceny.

2. Dotychczasowe badania

Z przeglądu literatury przedmiotu wynika, że do tej pory powstało wiele artykułów poświęconych teoretycznym i praktycznym problemom związanym z wyceną przedsiębiorstw. Część z nich poświęconych jest błędom pojawiającym się w praktyce wyceny [Fernandez, Bilan 2007; Marafie 2011]. Istnieją również ciekawe badania z pokrewnej dziedziny, z zakresu wycen nieruchomości, ilustrujące problem presji wywieranej przez klienta na ekspertów [Bruner i in. 2002; Fong Yao Chen, Shi Ming Yu 2009, s. 25-41]. Nie znaleziono jednak badań, które pokrywałyby się z problematyką poruszaną w artykule.

3. Opis badań

W ramach projektu badawczego – habilitacyjnego nr N N113 261836 pt. *Standardy wyceny przedsiębiorstw jako sposób poprawy jakości wycen przedsiębiorstw w Polsce*, finansowanego przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego, przeprowadzono badania ankietowe. Realizowano je we wrześniu 2011 r., rozsyłając drogą e-mailową zaproszenie do udziału w badaniach do 9499 ekspertów, którzy w zakresie swoich kompetencji, uprawnień mają wycenę przedsiębiorstw. Zaproszenia

do udziału w badaniach zostały rozesłane do ekspertów z Australii, Chin (Hongkongu), Francji, Indii, Kanady, Niemiec, Nowej Zelandii, Polski, Rumunii, Singapuru, USA i Wielkiej Brytanii. Struktura potencjalnej grupy respondentów była związana z dostępem do danych adresowych ekspertów w poszczególnych krajach. Ankiety można było wypełnić, wchodząc na stronę projektu <http://bvs.ue.wroc.pl> w polskiej wersji językowej oraz <http://en.bvs.ue.wroc.pl> w wersji anglojęzycznej. Ankiety udostępniano do wypełnienia od 19 września 2011 r. Do dnia 7 października 2011 r. strona projektu została odwiedzona 594 razy. Ankieta składała się z 17 pytań o charakterze zamkniętym, respondenci mieli możliwość przedstawienia w ankiecie swoich uwag, komentarzy, sugestii, z czego skorzystały 33 osoby. Z uzyskanych informacji zwrotnych wynika, że wielu potencjalnych respondentów, mimo posiadanych uprawnień w zakresie wyceny przedsiębiorstw, nie przeprowadza ich w praktyce.

4. Wyniki badań

Ankieta została wypełniona przez 167 respondentów z 18 krajów, wśród których najliczniejszą grupę stanowili eksperci z: USA 28%, Polski 19%, Rumunii 18%, Kanady 9%, Nowej Zelandii 8%, Wielkiej Brytanii 3%, Australii 2%, a blisko 5% respondentów nie ujawniło kraju pochodzenia (tab. 1). Spośród respondentów zdecydowana większość to eksperci z długim, ponaddziesięcioletnim doświadczeniem w zakresie wyceny przedsiębiorstw (62% respondentów). Eksperci przeprowadzający wyceny od 6 do 10 lat stanowili 21% respondentów, a najmniej liczną grupę (16%) tworzyli eksperci o stażu poniżej 6 lat (rys. 1).

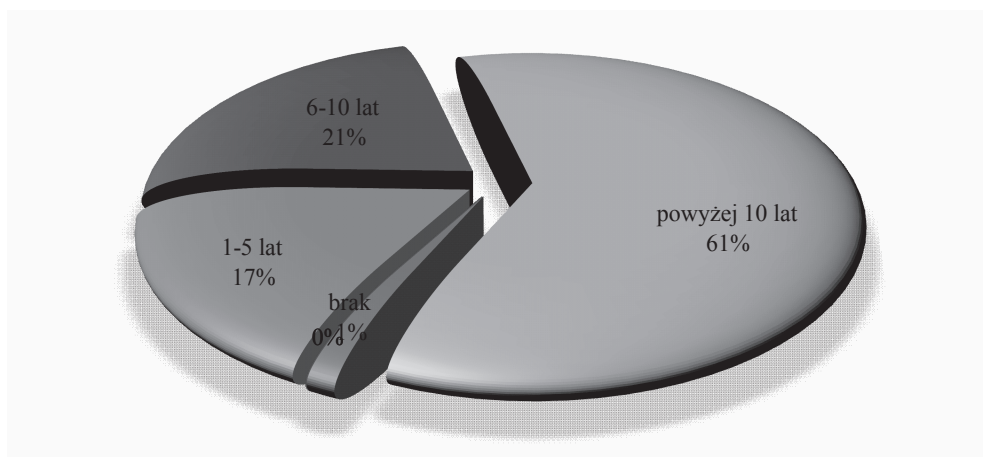
Tabela 1. Struktura respondentów wg kraju pochodzenia

Kraj	1	2	3
Australia	4		2,4%
Barbados	1		0,6%
Kanada	15		9,0%
Wyspy Zielonego Przylądka	1		0,6%
Niemcy	1		0,6%
Hongkong	2		1,2%
Indie	1		0,6%
Kazachstan	1		0,6%
Meksyk	1		0,6%
Nowa Zelandia	14		8,4%
Polska	32		19,2%
Rumunia	30		18,0%
Serbia	1		0,6%
Wielka Brytania	5		3,0%
Stany Zjednoczone	47		28,1%

Tabela 1. (cd.)

1	2	3
Dalekie Wyspy Mniejsze Stanów Zjednoczonych	1	0,6%
Jamajka	1	0,6%
Brytyjskie Wyspy Dziewicze	1	0,6%
Brak oznaczenia kraju	8	4,8%
	167	100,0%

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 1. Doświadczenie respondentów w zakresie wyceny przedsiębiorstw

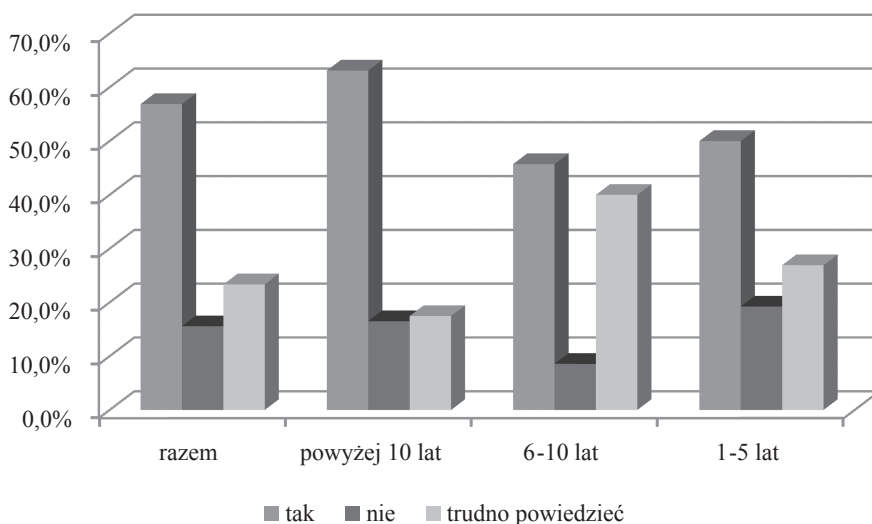
Źródło: opracowanie własne.

W badaniach starano się uzyskać jak największą próbę badawczą, jednak poziom zwrotności ankiet wydaje się zbyt niski, aby mówić o reprezentatywnych wynikach. Zachowując ostrożności wnioskowania, można powiedzieć, że rezultaty badań odnoszą się jedynie do respondentów biorących udział w badaniu, a z perspektywy całej populacji ekspertów zajmujących się wyceną mają jedynie symptomatyczny charakter.

5. Czy obecnie lepiej szacujemy wartość niż kiedykolwiek wcześniej?

Z przeprowadzonych badań wynika, że wśród respondentów istnieje przekonanie, iż obecnie eksperci potrafią szacować wartość przedsiębiorstw lepiej niż kiedykolwiek wcześniej. Tak uważa blisko 57% badanych, przeciwnego zdania jest blisko 16%, natomiast dla 23% nie jest to jednoznaczne (rys. 2). Jeśli przyjrzymy się odpowiedziom na to pytanie z perspektywy doświadczenia zawodowego, to okazuje się,

że to w grupie ekspertów z najdłuższym (ponad 10 lat) doświadczeniem przekonanie o tym, że obecnie eksperci potrafią szacować wartość przedsiębiorstw lepiej niż kiedykolwiek wcześniej, jest największe (63%). W pozostałych dwóch grupach to przekonanie kształtuje się na poziomie około 46-50%. Natomiast w grupie ekspertów o najkrótszym doświadczeniu znacznie większy jest udział opinii (19%) nieodróżniających zmian jakościowych w wycenie na przestrzeni czasu niż w grupach ekspertów o dłuższym doświadczeniu w zakresie wyceny (9-16%). Wynika stąd, co wydaje się dość naturalne, że w krótkiej kilkuletniej perspektywie takie zmiany są trudniej dostrzegalne i dopiero dłuższa, ponaddziesięcioletnia perspektywa pozwala wyraźniej dostrzec zmiany jakościowe zachodzące w wycenie.



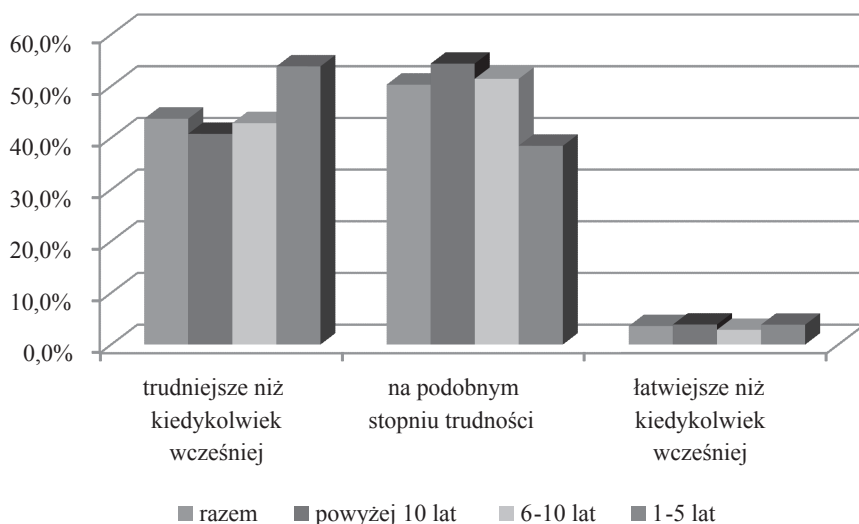
Rys. 2. Czy potrafimy szacować wartości przedsiębiorstwa lepiej niż kiedykolwiek wcześniej (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

Jak już wspomniano na wstępie, zawirowania na rynkach finansowych w ostatnich trzech latach oraz postępujący proces globalizacji sprawia, że wiele parametrów kluczowych dla wyceny przedsiębiorstw jest trudna do oszacowania w tak zmiennej rzeczywistości. W związku z tym, że większość ekspertów wyraża przekonanie, że potrafimy dziś szacować wartość przedsiębiorstw lepiej niż kiedykolwiek wcześniej, to czy to oznacza, że proces wyceny przedsiębiorstw staje się, coraz mniej skomplikowany? Próbę odpowiedzi na to pytanie zawiera dalsza część artykułu.

6. Czy proces wyceny przedsiębiorstw staje się coraz bardziej skomplikowany i w jakim stopniu?

Zdaniem największej części respondentów (50%) oszacowanie wartości przedsiębiorstwa znajduje obecnie na tym samym poziomie trudności co w przeszłości (rys. 3). Jednocześnie znamienne jest to, że znacząca część (44,2%) respondentów uważa, że obecnie jest to trudniejsze niż kiedykolwiek wcześniej. Przeciwny pogląd ma zaledwie 4% respondentów uważających, że obecnie łatwiej wycenia się przedsiębiorstwa niż kiedykolwiek wcześniej. Na tej podstawie można wysnuć wniosek, że poziom trudności oszacowania wartości przedsiębiorstwa jest obecnie taki sam lub większy niż w przeszłości. Co ciekawe, to w grupie ekspertów o najkrótszym stażu pracy w zawodzie przeważają ci (52%), którzy wskazują, że obecnie trudniej szacuje się wartość niż w przeszłości. Natomiast im dłuższe doświadczenie w zakresie wyceny, tym mniej wskazań, że trudniej oszacować wartość niż w przeszłości (44% ekspertów przeprowadzających wyceny przedsiębiorstw od 6 do 10 lat oraz 42% ekspertów z największym, wynoszącym ponad 10 lat, doświadczeniem w zawodzie) oraz więcej wskazań, że oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jest obecnie na tym samym poziomie trudności co w przeszłości (41% ekspertów z doświadczeniem 1-5 lat, 50% ekspertów z doświadczeniem 6-10 lat, 54% ekspertów z doświadczeniem większym niż 10 lat).



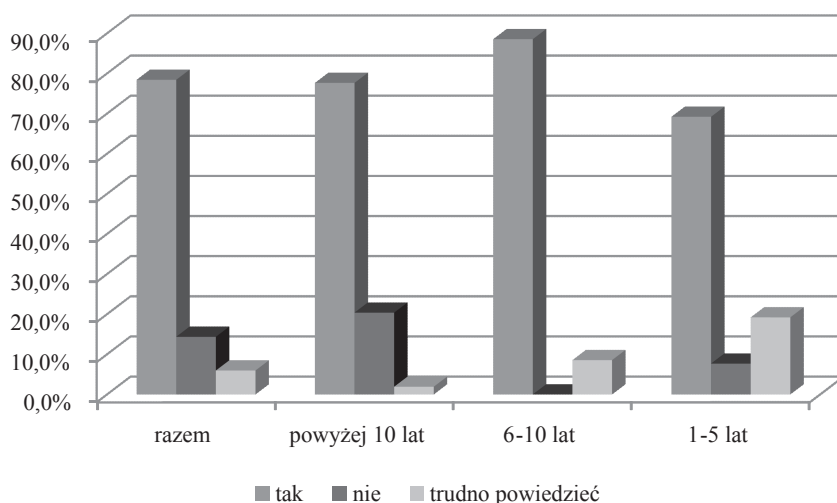
Rys. 3. Czy oszacowanie wartości przedsiębiorstwa staje się, coraz bardziej skomplikowane (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

W kontekście odpowiedzi na pytanie, w jakim stopniu proces wyceny przedsiębiorstw staje się coraz bardziej skomplikowany, pojawia się pytanie, z czym mogą wiązać się ewentualne trudności w oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa.

7. Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw?

W kontekście wcześniej analizowanych odpowiedzi respondentów ważne jest uzyskanie odpowiedzi na pytania, jakie problemy napotykają eksperci; czy w praktyce wyceny przedsiębiorstw istnieją dotychczas nierozwiązane problemy oraz czy pojawiają się nowe czynniki utrudniające wycenę. Z odpowiedzi respondentów wynika, że wyceniając obecnie przedsiębiorstwo, musimy analizować więcej czynników niż kiedykolwiek wcześniej. Ten punkt widzenia wydaje się potwierdzać ponad 78% respondentów (rys. 4). Przeciwnego zdania jest blisko 14%, a 6% nie ma wyrobionej opinii na ten temat. Patrząc na odpowiedź na to pytanie z punktu widzenia doświadczenia zawodowego, można zauważyć, że co prawda wszystkie grupy respondentów

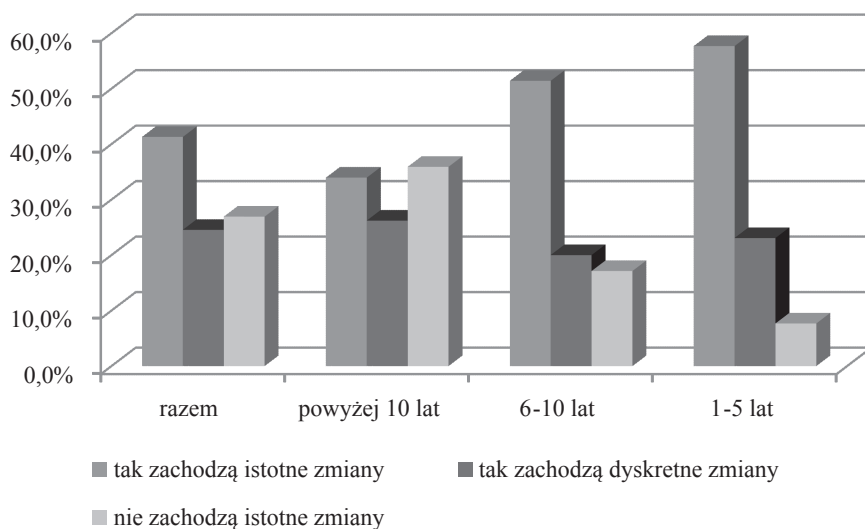


Rys. 4. Czy obecnie, wyceniając przedsiębiorstwo, musimy analizować więcej czynników niż kiedykolwiek wcześniej (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

zdecydowanie podzielają ten pogląd, jednak dla osób z mniejszym doświadczeniem zawodowym to zjawisko jest mniej widoczne (69%) niż dla osób z doświadczeniem zawodowym między 6 a 10 lat (89%). Wśród respondentów z doświadczeniem zawodowym dłuższym niż 10-letnie twierdząco na to pytanie odpowiedziało 78%. Ze-stawiając te wyniki z wcześniejszymi odpowiedziami, można wysnuć wniosek,

że dla części respondentów konieczność przeanalizowania większej liczby czynników niż kiedykolwiek wcześniej oznacza, że wycena przedsiębiorstw obecnie jest trudniejsza niż w przeszłości. Natomiast dla znacznej części respondentów, mimo iż muszą analizować więcej czynników niż kiedykolwiek wcześniej, stopień trudności w oszacowaniu wartości przedsiębiorstwa jest obecnie na tym samym poziomie co w przeszłości.

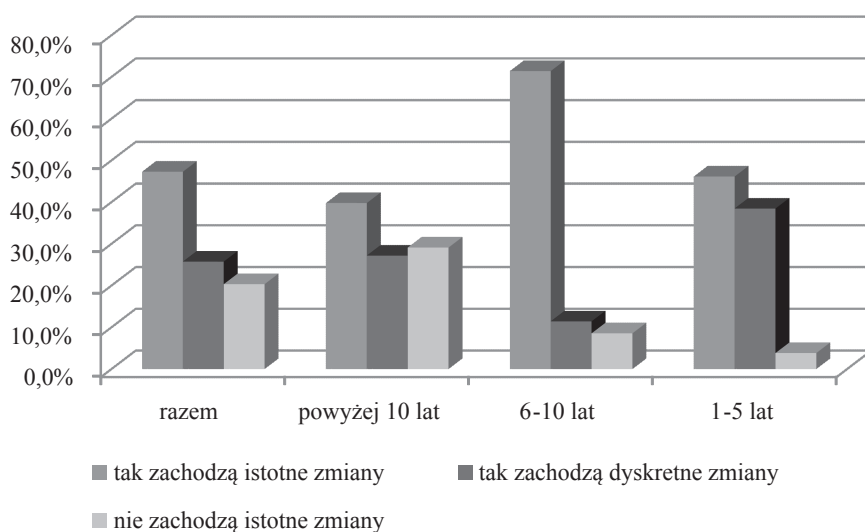


Rys. 5. Czy na przestrzeni ostatnich 5-10 lat zmieniały się rodzaje czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym elementem potencjalnie utrudniającym wycenę może być to, że zmieniają się czynniki oddziałujące na wartość przedsiębiorstwa w ostatnich 5-10 latach. Istotne zmiany w tym zakresie dostrzega 41% respondentów, 25% uważa, że mają one dyskretny charakter, natomiast 27% respondentów jest przekonanych, że zauważalne zmiany nie zachodzą (rys. 5). Warto tu zaznaczyć, że wśród osób o najdłuższym doświadczeniu zawodowym spektrum odpowiedzi jest dość wyrównane, a najwięcej w tej grupie respondentów wskazuje, że nie zachodzą istotne zmiany. Zupełnie inaczej wyglądają odpowiedzi osób z doświadczeniem zawodowym do 10 lat, wśród których ponad 50% głosów wskazuje, że zachodzą istotne zmiany w zakresie czynników oddziałujących na wartość przedsiębiorstwa w ostatnich 5-10 latach. O trudnościach w dzisiejszej wycenie przedsiębiorstwa mogą też świadczyć zmiany w sile oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstwa na przestrzeni ostatnich 5-10 lat. W tym zakresie istotne zmiany dostrzega 47% respondentów, a 26% widzi zmiany dyskretne (rys. 6). Jedna czwarta respondentów jest przekonana, że zauwa-

żalne zmiany nie zachodzą. Podobnie jak poprzednio widoczne są różnice w odpowiedziach na to pytanie w zależności od doświadczenia zawodowego. W grupie najbardziej doświadczonych ekspertów zdania są najbardziej podzielone, a wśród ekspertów o krótszym niż 10 lat stażu w zakresie wyceny przedsiębiorstw zdecydowanie więcej jest odpowiedzi wskazujących na istotny charakter zmian związanych z siłą oddziaływania czynników wartości w ostatnich 5-10 latach.

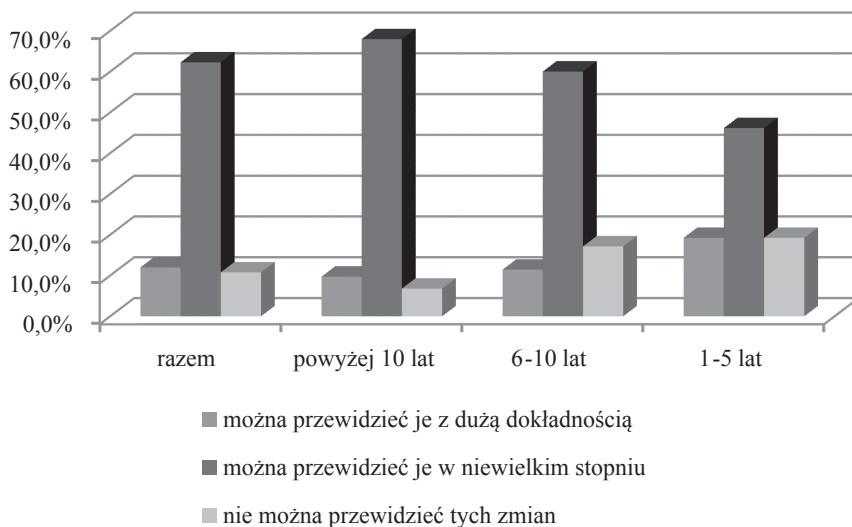


Rys. 6. Czy na przestrzeni ostatnich 5-10 lat zmieniała się siła oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstwa (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym pytaniu ankiety wylistowano przykładowe problemy, które mogą się pojawić w praktyce wyceny przedsiębiorstw. Ankietowani jedynie się ustosunkowywali, czy dana kwestia w ich przekonaniu jest problemem praktycznym, czy też nie (tab. 1). Z pewnością więcej informacji niosłyby odpowiedzi, w których respondenci mogliby określić wagę danego problemu. Z listy zagadnień, które pojawiają się w wycenie przedsiębiorstwa, najkorzystniejszy bilans głosów miało „prognozowanie przyszłych zdarzeń”. Aż 81% respondentów wskazywało, że ten problem napotyka praktyka wyceny przedsiębiorstw, przeciwnego zdania było zaledwie 14% respondentów. Na powyższe pytanie częściej twierdząco odpowiadali eksperci o większym doświadczeniu zawodowym (83% z doświadczeniem od 6 do 10 lat i powyżej 10 lat, a 73% z doświadczeniem między 1-5 lat). Kwestia ta znajduje także potwierdzenie w pytaniach o przewidywalność zmian zakresu i siły oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstwa. Zdecydowana większość respondentów wskazuje, że zmiany zakresu i siły oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstwa można przewidzieć w niewielkim stopniu zarówno w rocznej (62% respondentów) (rys. 7), jak

i kilkuletniej perspektywie (65% respondentów) (rys. 8). Przekonanie, że zmiany te można przewidywać z dużą dokładnością w rocznej perspektywie, wyraża 12% respondentów, a w perspektywie kilkuletniej – zaledwie 3%. O tym, że tych zmian nie sposób przewidzieć w rocznej perspektywie, przekonanych jest 11% respondentów, a o niemożności przewidywania ich w perspektywie kilkuletniej aż 22%.



Rys. 7. W jakim stopniu można obecnie przewidywać zmiany zakresu i siły oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstw w rocznej perspektywie (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym najczęściej wskazywanym przez respondentów problemem jest zbyt mała liczba przedsiębiorstw do porównań. Tego zdania jest aż 83% respondentów, a przeciwnego 17% (tab. 2). Na pokrewny problem z dostępem do danych rynkowych wskazuje 80% respondentów. Blisko 18% ta kwestia nie wydaje się przeszkodą w wycenie przedsiębiorstw. Jak wynika z badań, dość istotnym zagadnieniem praktycznym jest także dostęp do danych w wycenianych przedsiębiorstwach. Takie przekonanie wyraża ponad 68% respondentów, a dla 29% nie stanowi to bariery. Przeważająca część respondentów (66%) wskazuje również na problem wiarygodności parametrów, danych wykorzystywanych w wycenie przedsiębiorstw. Przeciwnego zdania jest 31% respondentów. Dla większości (57%) ważnym problemem w praktyce wyceny przedsiębiorstw jest określanie kosztu kapitału. Przeciwną opinię wyraża 41% ekspertów. Dla blisko 50% respondentów problem, z jakim stykają się podczas wyceny, związany jest też z tym, że teoria nie nadąża za praktyką wyceny, teoria nie dostarcza rozwiązań problemów, z jakimi styka się praktyka. Odmiennego zdania w tym zakresie jest 41% respondentów.



Rys. 8. W jakim stopniu można obecnie przewidywać zmiany zakresu i siły oddziaływania czynników wartości przedsiębiorstw w kilkuletniej perspektywie (z podziałem na doświadczenie zawodowe w zakresie wyceny przedsiębiorstw)?

Źródło: opracowanie własne.

Istotna wydaje się także kwestia nacisków ze strony zleceniodawców wycen. Dla 43% respondentów taki problem istnieje, przeciwnego zdania jest blisko 42%. Najczęściej wskazują go eksperci z doświadczeniem w zakresie wyceny przedsiębiorstw między 6-10 lat (51%), rzadziej eksperci z grupy o najkrótszym doświadczeniu (42%) i najrzadziej eksperci o najdłuższym stażu zawodowym (40%). Dla największej liczby ekspertów (48%) w praktyce wyceny nie ma problemu nierealistycznych teoretycznych założeń w wykorzystywanych metodach i narzędziach. Nieco mniejszy odsetek ekspertów (44%) jest przeciwnego zdania. Najbardziej krytyczni są eksperci o najkrótszym stażu zawodowym, aż 58% z nich uważa, że jednym z problemów, z jakim styka się praktyka wyceny, są nierealistyczne teoretyczne założenia dotyczące wykorzystywanych metod i narzędzi.

Zdaniem większości ekspertów (51%) w praktyce wyceny przedsiębiorstw nie ma kłopotów z określaniem wielkości aktywów operacyjnych oraz aktywów nadmiernych. Problem ten dostrzega 39% respondentów. Również dla większości ekspertów (58%) w praktyce wyceny nie ma problemu rutyny, rutynowego podejścia do wyceny. Odmiennego zdania jest 32% respondentów, dla których problem ten istnieje. Najbardziej jednoznaczne są odpowiedzi na pytanie, czy problemem, jaki napotyka praktyka wyceny, są skomplikowane standardy wyceny. Aż 83% respondentów tego typu problemu w praktyce nie zauważa. Zaledwie 8% respondentów było przeciwnego zdania, a 8% nie miało wyrobionej opinii.

Zdaniem 32% ekspertów z zakresu wyceny przedsiębiorstw istnieje także szereg innych problemów, przeciwnego zdania jest 24% respondentów.

Tabela 2. Problemy, jakie napotyka praktyka w zakresie wyceny przedsiębiorstw

Prognozowanie przyszłych zdarzeń													
tak	81%	[Bar chart showing 81% response]											
nie	14%	[Bar chart showing 14% response]											
Zbyt mało przedsiębiorstw do porównań													
tak	83%	[Bar chart showing 83% response]											
nie	17%	[Bar chart showing 17% response]											
Trudności z dostępem do danych rynkowych													
tak	80%	[Bar chart showing 80% response]											
nie	18%	[Bar chart showing 18% response]											
Trudności z dostępem do danych w wycenianych przedsiębiorstwach													
tak	68%	[Bar chart showing 68% response]											
nie	29%	[Bar chart showing 29% response]											
Wiarygodność parametrów, danych wykorzystywanych w wycenie													
tak	66%	[Bar chart showing 66% response]											
nie	31%	[Bar chart showing 31% response]											
Określenie kosztu kapitału													
tak	57%	[Bar chart showing 57% response]											
nie	41%	[Bar chart showing 41% response]											
Teoria nie dostarcza rozwiązań w zakresie problemów praktyki wyceny													
tak	50%	[Bar chart showing 50% response]											
nie	41%	[Bar chart showing 41% response]											
Naciski ze strony zlecniodawców wycen													
tak	43%	[Bar chart showing 43% response]											
nie	42%	[Bar chart showing 42% response]											
Nierealistyczne założenia teoretyczne wykorzystywanych metod i narzędzi													
tak	44%	[Bar chart showing 44% response]											
nie	48%	[Bar chart showing 48% response]											
Określenie wielkości aktywów nieoperacyjnych oraz aktywów nadmiernych													
tak	39%	[Bar chart showing 39% response]											
nie	51%	[Bar chart showing 51% response]											
Rutynowe podejście do wyceny													
tak	32%	[Bar chart showing 32% response]											
nie	58%	[Bar chart showing 58% response]											
Skomplikowane standardy wyceny													
tak	8%	[Bar chart showing 8% response]											
nie	83%	[Bar chart showing 83% response]											
Istnieje szereg innych problemów													
tak	32%	[Bar chart showing 32% response]											
nie	24%	[Bar chart showing 24% response]											

Źródło: opracowanie własne.

8. Podsumowanie

Przeprowadzone badania uprawdopodobniają tezę, że w ostatnich latach nastąpił postęp w zakresie wyceny przedsiębiorstw, jak bowiem wskazują respondenci, eksperci potrafią oszacować wartość przedsiębiorstwa lepiej niż kiedykolwiek wcześniej. Jednocześnie istnieją przesłanki, by sądzić, że poziom trudności procesu szacowania wartości przedsiębiorstwa jest obecnie taki sam lub większy niż w przeszłości. Za tym, że proces wyceny przedsiębiorstw staje się coraz bardziej skomplikowany, przemawia to, iż eksperci, wyceniając obecnie przedsiębiorstwo, muszą analizować więcej czynników niż kiedykolwiek wcześniej, jak również to, że w ostatnich 5-10 latach zmieniły się czynniki oddziałujące na wartość przedsiębiorstwa oraz że zmienia się także siła oddziaływania tych czynników. Ewentualny wzrost poziomu trudności procesu wyceny przedsiębiorstw związany może być także z występowaniem w praktyce takich problemów, jak prognozowanie przyszłych zdarzeń, zbyt mała liczba przedsiębiorstw do porównań, trudności z dostępem do danych rynkowych, trudności z dostępem do danych w wycenianych przedsiębiorstwach, trudności z dostępem do danych rynkowych i do danych w wycenianych przedsiębiorstwach, wiarygodność parametrów oraz danych wykorzystywanych w wycenie, trudności z określeniem kosztu kapitału, jak również nienadążanie teorii za praktyką wyceny. Problemy te oraz inne, które nie zostały wyspecyfikowane, mogą być zarzewiem błędów oraz niedokładności wypaczających wartość wycenianych przedsiębiorstw.

Literatura

- Bruner R.F., Conroy R.M., Estrada J., Kritzman M., Wei Li, *Valuation in Emerging Markets*, „Forthcoming in Emerging Markets Review” 2002, <http://ssrn.com/abstract=354241>.
- Fong Yao Chen, Shi Ming Yu, *Client influence on valuation: does language matter?: A comparative analysis between Taiwan and Singapore*, „Journal of Property Investment & Finance” 2009, vol. 27, s. 25-41.
- Fernandez P., Bilan A., *110 Common Errors in Company Valuations*. IESE Business School Working Paper, November 2007, no. 714, <http://ssrn.com/abstract=1025424>.
- Marafie F.A., *Most Common Errors when Valuing a Business*, May 24, 2011, <http://ssrn.com/abstract=1851768>.

WHAT KIND OF PROBLEMS DO EXPERTS FACE IN BUSINESS VALUATION? SURVEY RESULTS

Summary: The paper presents the results of business valuation experts surveys which was carried out in 18 countries. The survey was conducted in response to such questions as: does the business valuation practice make progress in the last years, can, therefore, experts estimate value better than ever, to what extent does the process of business valuation become more and more complicated, and to what extent do experts face problems in business valuation.

Keywords: business valuation, business valuation standards, business valuation process.