

Michał Grudziński

Uniwersytet Szczeciński

WYBRANE PROBLEMY ZWIĄZANE Z WYCENĄ PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE¹

Streszczenie

W artykule przedstawiono wybrane problem związane z wyceną przedsiębiorstw w warunkach polskich. W pierwszej części artykułu skupiono się na standardach wartości stosowanych w wycenie przedsiębiorstw. W drugiej części poruszono problem kompetencji zawodowych osób zajmujących się wyceną przedsiębiorstw. Trzecia część opisuje trudności w dostępie do danych na temat transakcji zawieranych na rynku niepublicznym.

Słowa kluczowe: metody wyceny, standardy wartości, kompetencje.

Wprowadzenie

Rozwój rynku wyceny przedsiębiorstw w Polsce jest związany ze zmianami ustrojowymi, jakie zaszły w naszym kraju u progu lat dziewięćdziesiątych. Na początku większość wycen sporządzano przede wszystkim na potrzeby rozpoczętego w tym okresie procesu prywatyzacji. W ciągu ostatnich dwudziestu lat w polskiej gospodarce coraz większą rolę zaczęły odgrywać przedsiębiorstwa prywatne. Wpłynęło to również na strukturę rynku wyceny przedsiębiorstw. Rosnąca każdego roku liczba debiutów giełdowych, transakcji fuzji

¹ Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010–2013 jako projekt badawczy.

i przejść, wzrost popularności koncepcji zarządzania poprzez wartość powodują, że zapotrzebowanie na efektywne metody służące pomiarowi wartości podmiotów gospodarczych jest coraz większe. Prawidłowe posługiwanie się narzędziami wyceny wymaga posiadania zarówno szerokiej wiedzy teoretycznej, jak i umiejętności jej praktycznego zastosowania, z tego też względu celem artykułu jest zaprezentowanie wybranych problemów związanych z wyceną przedsiębiorstw w Polsce.

1. Standardy wartości

Termin „wycena” w słowniku języka polskiego oznacza „określenie wartości materialnej czegoś”². Zgodnie z przedstawioną definicją przez wycenę przedsiębiorstw należy rozumieć proces określania wartości materialnej przedsiębiorstwa. Problem polega na tym, że pojęcie wartości jest niejednoznaczne. Dlatego przed przystąpieniem do wyceny jej wykonawca powinien określić, jaki rodzaj wartości jest obiektem jego poszukiwań.

Krajem posiadającym jeden z najbardziej rozwiniętych rynków wyceny przedsiębiorstw są Stany Zjednoczone. Niezaprzeczalne znaczenie tamtejszego rynku wynika zarówno z jego wielkości, jak i wieloletniej historii. Zebrane przez lata doświadczenia pomogły działającym w tym kraju organizacjom w sformułowaniu standardów wartości. W 1989 roku znaczenie standardów wartości zostało dostrzeżone w opinii wydanej przez College of Fellows of American Society of Appraisers. Zgodnie z przedstawionymi w tej publikacji wytycznymi, które znajdują odzwierciedlenie w praktyce, w Stanach Zjednoczonych jako standardy wartości stosuje się:

- godziwą wartość rynkową (ang. *fair market value*),
- wartość (godziwą) sprawiedliwą (ang. *fair value*),
- wartość inwestycyjną (ang. *investment value*),
- wartość wewnętrzną (ang. *intrinsic value*)³.

² Słownik języka polskiego [online], [dostęp 15.06.2011]. Dostępny w WWW: <http://sjp.pwn.pl/szukaj/wycena>.

³ Por. S.P. Pratt, *Defining Standards of Value*, [online] s. 6, [dostęp: 23.03.2010], dostępny w WWW: <http://www.appraisers.org/ForAppraisers>. Artykuł został również opublikowany w czasopiśmie „Valuation”, Vol. 34, no. 2, June 1989; J.E. Fishman i in., *Guide to Business Valuation*, Vol. 1, second ed., Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992, s. 805.13–805.14; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 23–28.

Wybór określonego standardu wartości jest uzależniony między innymi od takich czynników jak: okoliczności wyceny, jej cel, przedmiot oraz obowiązujące regulacje prawne⁴. Wymienione czynniki mogą decydować nie tylko o wyborze standardu wartości, ale również o jego definicji. Niejednokrotnie ten sam termin określający daną kategorię wartości może mieć różne znaczenie dla różnych osób. Dlatego osoba dokonująca wyceny powinna każdorazowo zidentyfikować i zdefiniować szacowany standard wartości.

Konieczność zdefiniowana poszukiwanego rodzaju wartości została również dostrzeżona w Międzynarodowych Standardach Wyceny (MSW). Zamiast terminu „standard wartości” stosuje się tam jednak pojęcie „podstawa wartości”. Wymóg taki zawarto we wskazówce interpretacyjnej WI. 6 Wycena przedsiębiorstw. Zgodnie z definicją przyjętą w MSW przez pojęcie „podstawa wartości” rozumie się „określenie podstawowych zasad pomiarów w wycenie na konkretny dzień”.

Według MSW w większości sytuacji najbardziej odpowiednią podstawą wartości jest wartość rynkowa. W przypadku gdy ze zlecenia wynika konieczność zastosowania innej podstawy wyceny niż wartość rynkowa, osoba dokonująca wyceny powinna jasno podać rodzaj określanej wartości, zdefiniować ją oraz podjąć kroki niezbędne do odróżnienia tej wartości od wartości rynkowej. Wartości „nierynkowe”, które mogą być wykorzystywane jako podstawy, zostały zgrupowane w trzech zasadniczych kategoriach. Pierwsza z nich obejmuje te, które odzwierciedlają korzyści, jakie odnosi podmiot z własności danego przedmiotu wyceny. Uwzględnia się przy tym specyficzne motywacje, którymi kierują się strony transakcji. Przykładami tego rodzaju kategorii wartości są wartość inwestycyjna lub indywidualna. Druga grupa obejmuje te kategorie wartości, które reprezentują cenę, jaka byłaby w sposób rozsądny uzgodniona pomiędzy dwoma konkretnymi stronami w transakcji sprzedaży przedmiotu wyceny. Wartość ta może odzwierciedlać specyficzne korzyści (lub skutki negatywne) wynikające z posiadania przedmiotu wyceny dla zainteresowanych stron, a nie dla rynku w ogólności. Przykładami tego rodzaju kategorii wartości są wartość godziwa, wartość szczególna i wartość synergiczna. Trzecia katego-

⁴ Por. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 51–54, P. Szymański, *Standardy wyceny biznesowej (wyceny przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, s. 385–393. Problem standardów wartości w wycenie przedsiębiorstw poruszają również M.J. Matsche, G. Brösel, *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 3–16.

ria obejmuje te rodzaje wartości, które wynikają z przepisów ustaw lub umowy zawartej z zleceniodawcą⁵.

Jednym z większych problemów, z jakimi spotykają się praktycy zajmujący się wyceną przedsiębiorstw w Polsce, jest brak powszechnie akceptowalnych standardów wartości. Tego rodzaju standardy istnieją np. w rachunkowości i wycenie nieruchomości. Nie zawsze jednak przyjęte tam definicje mogą być wprost przeniesione do wyceny przedsiębiorstw. Próbą odpowiedzi świata praktyki na istniejące w tym zakresie zapotrzebowanie jest Nota Interpretacyjna nr 5 (NI 5) PKZW pt. *Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*. Dokument ten został przygotowany przez Zespół Komisji Standardów Zawodowych Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (PFSRM) przy współpracy przedstawicieli Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Izby Biegłych Rewidentów, Stowarzyszenia Pracodawców „Lewiatan”. Pracami komisji kierowali: prezes Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego (PTE) prof. Elżbieta Mączyńska ze Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie (do stycznia 2009) oraz prof. Dariusz Zarzecki z Uniwersytetu Szczecińskiego (od stycznia 2009). Wkład w opracowanie noty wnieśli pracownicy naukowcy, a zarazem uznani krajowi eksperci w zakresie wyceny przedsiębiorstw z uczelni akademickich Gdańska, Katowic, Krakowa, Szczecina, Warszawy i Wrocławia.

Celem NI 5 jest przedstawienie wypracowanych z inicjatywy środowiska zawodowego rzeczoznawców majątkowych zasad dobrej praktyki zawodowej w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Oprócz zasad etyki oraz podstawowych zasad wyceny zdefiniowano w niej również cztery standardy wartości. Formułując definicje wspomnianych standardów wartości, oparto się na doświadczeniach organizacji działających w Stanach Zjednoczonych. Ponieważ NI 5 weszła w życie na początku 2011 roku, na razie nie można jej określić mianem powszechnie akceptowalnego standardu wyceny.

2. Kryteria oceny kompetencji zawodowych

Wartość każdego przedsiębiorstwa jest kształtowana przez wiele różnorodnych czynników. Dlatego osoby zajmujące się wyceną przedsiębiorstw powinny posiadać szeroką wiedzę obejmującą np. takie obszary jak: finanse, ra-

⁵ *Międzynarodowe standardy wyceny, edycja ósma 2007* (wydanie polskie), Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.

chunkowość, wycena maszyn, urządzeń i nieruchomości. W części z wymienionych specjalności istnieją regulacje prawne ograniczające dostęp do wykonywania danego zawodu. W Polsce tego rodzaju ograniczenia istnieją np. w przypadku zawodu biegłego rewidenta i rzeczoznawcy majątkowego⁶. Wymagania stawiane osobom, które chciałyby pracować we wspomnianych zawodach, dotyczą np. posiadanego wykształcenia i doświadczenia. Do tej pory w Polsce nie zostały wprowadzone podobne regulacje dotyczące wyceny przedsiębiorstw. Inaczej jest w krajach, w których rynek wyceny przedsiębiorstw znajduje się na wyższym etapie rozwoju. Przekładem mogą być Stany Zjednoczone i Kanada. Działające w tych krajach organizacje zawodowe skupiające osoby zajmujące się wyceną przedsiębiorstw stworzyły oddzielne systemy oceny kwalifikacji kandydatów, którzy chcieliby uzyskać nadawane przez te organizacje uprawnienia (por. tabela 1).

Zastanawiając się nad wprowadzeniem podobnych regulacji w Polsce, należy odpowiedzieć na pytanie, jaka powinna być ich forma? Czy lepszym rozwiązaniem jest ograniczenie dostępu do zawodu specjalisty w zakresie wyceny przedsiębiorstw w drodze ustawy, czy pozostawienie tej kwestii w gestii niezależnych organizacji zawodowych?

3. Trudności w dostępie do danych rynkowych

Zgodnie z danymi Głównego Urzędu Statystycznego w Polsce w 2010 roku do rejestru Regon było wpisanych ponad 3,9 mln podmiotów gospodarczych. W tym samym okresie na głównym rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz na rynku New Connect było notowanych 585 spółek, w tym 10 zagranicznych. Oznacza to, że tylko nieco ponad 0,01% zarejestrowanych w Polsce podmiotów gospodarczych jest wycenianych przez rynek. Niemożność odwołania się do transakcji rynkowych powoduje, że oszacowanie wartości większości podmiotów może nastąpić jedynie przy wykorzystaniu odpowiednich metod wyceny (por. tabela 2).

⁶ Ustawa z dnia 24 września 2010 roku o zmianie ustawy o gospodarce nieruchomościami (DzU 2010, nr 200, poz. 1323, ze zmianami), Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (DzU 2009, nr 77, poz. 649, ze zmianami).

Tabela 1. Kryteria nadawania uprawnień zawodowych w zakresie wyceny przedsiębiorstw przez organizacje działające w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie

Organizacja	Certyfikat	Warunki wstępne	Kursy/Egzaminy	Raporty	Doświadczenie
	2	3	4	5	6
American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)	ABV – Accredited in Business Valuation	Członkostwo w AICPA z ważną licencją CPA – Certified Public Accountant	Jednodniowy egzamin	Brak	Uczestniczenie w przynajmniej 10 wycenach przedsiębiorstw
American Society of Appraisers (ASA)	AM – Accredited Member	Dyplom uczelni wyższej lub ekwiwalent	Ukończenie czterech trzynie-dniowych kursów, zakończonych, jednym półdniowym egzaminem następującym po każdym kursie lub zdanie jednego całonocnego egzaminu. Zaliczenie egzaminu z etyki	Przedstawienie komisji egzaminacyjnej dwóch aktualnych raportów	Dwa lata na pełnym etacie lub ekwiwalent (np. pięć lat pracy przy wycenach przedsiębiorstw, 400 godzin rocznie zastępuje rok pracy na pełnym etacie). Rok pracy na pełnym etacie jest uznawany w przypadku osób, które posiadają tytuł CPA, CFA, CBI oraz pięcioletnią praktykę w tych obszarach
	ASA – Accredited Senior Appraiser	Spełnienie wymagań dla certyfikatu AM plus trzyletnie doświadczenie na pełnym etacie lub ekwiwalent			
	FASA – Fellow of the American Society of Appraisers	Spełnienie wymagań dla certyfikatu ASA plus wstąpienie do College of Fellows na podstawie posiadanego doświadczenia oraz wkładu do zawodu i stowarzyszenia			

1	2	3	4	5	6
Institute of Business Appraisers (IBA)	CBA – Certified Business Appraiser FIBA – Fellow of the Institute of Business Appraisers	Cztery lata uczelni wyższej lub ekwiwalent Spełnienie wymagań dla certyfikatu CBA plus wstąpienie do College of Fellows na podstawie posiadanego doświadczenia oraz wkładu do zawodu i instytutu	Trzytygodniowy egzamin	Przedłożenie dwóch raportów z wyceny przedsiębiorstwa pokazujących posiadane kompetencje zawodowe	Brak
National Association of Certified Valuation Analyst (NACVA)	CVA – Certified Valuation Analyst GVA – Government Valuation Analyst	CPA – Certified Public Accountant Dyplom uczelni wyższej	60 godzin, zdawany w domu egzamin obejmuje studium przypadku oraz przygotowanie pisemnego raportu 60 godzin, zdawany w domu egzamin obejmuje studium przypadku oraz przygotowanie pisemnego raportu	Tylko w niektórych przypadkach przy egzaminie Tylko w niektórych przypadkach przy egzaminie	Wymagane jest doświadczenie takie samo jak w przypadku certyfikatu CPA Zatrudnienie w agencji rządowej, GS-12 lub wyższy, dwa lata doświadczenia na pełnym etacie w zakresie wyceny przedsiębiorstw Dwa lata doświadczenia na pełnym etacie lub ekwiwalent w postaci pracy w mniejszym wymiarze czasu przez okres ponad pięciu lat, potwierdzonej przez patronującego członka CICBV
The Canadian Institute of Chartered Business Valuators (CICBV)	CBV – Chartered Business Valuator	Dyplom uczelni wyższej lub ekwiwalent	Pomyślne ukończenie sześciu kursów, obejmujących zadania i egzaminy dla każdego kursu oraz niezależne doświadczenie, a następnie pisemny egzamin. Do pisemnego egzaminu można podejść bez wcześniejszego zaliczenia kursów, jeśli aplikant posiada przynajmniej pięciolate doświadczenie w wycenie przedsiębiorstw	Brak	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S.P. Pratt, *Business valuation expert can make or break case; How to locate and evaluate qualified business appraisers*, w: *The Best of Shannon Pratt, A compilation of articles*, BVR, 2006, s. 131.

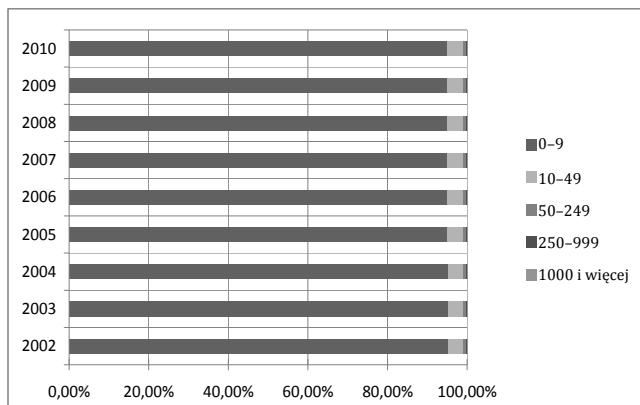
Tabela 1. Klasyfikacje metod wyceny wg koncepcji różnych autorów

Autor	Klasyfikacja
R. Borowiecki i inni	<ul style="list-style-type: none"> • Metody majątkowe • Metody dochodowe • Metody mieszane
B. Cornell	<ul style="list-style-type: none"> • Metody majątkowe • Metody dochodowe • Metody porównawcze
M. Groszek, S. Kasiewicz	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda księgową • Metoda składnikowa (odtworzeniowa) • Metody przychodowe • Metoda sumaryczna • Metody mieszane
C. Helbling, J.F. Voigt	<ul style="list-style-type: none"> • Metody wyceny substancji majątkowej • Czyste metody dochodowe • Metody uwzględniające tzw. wartość reputacji • Metody oparte na wartości średniej • Inne metody wyceny
A. Kamela-Sowińska	<ul style="list-style-type: none"> • Metoda historyczna, czyli księgową • Metoda ogólnej siły nabywczej pieniądza • Metody wartości bieżącej • Metody mieszane
M. Kufel	<ul style="list-style-type: none"> • Metody dochodowe • Metody majątkowe • Metody mieszane • Metody niekonwencjonalne
D. Zarzecki	<ul style="list-style-type: none"> • Metody dochodowe • Metody majątkowe • Metody mieszane • Metody niekonwencjonalne • Metody porównawcze

Źródło: A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 92.

Stosunkowo niewielka liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest problemem, gdy do wyceny stosuje się podejście rynkowe. Wynika to z faktu, że nie zawsze na polskiej giełdzie można odnaleźć odpowiednią spółkę porównywalną. Na rynku publicznym przedmiotem obrotu są przede wszystkim akcje dużych podmiotów zatrudniających ponad kilkaset pracowników. Tymczasem większość polskich podmiotów gospodarczych to małe przedsiębiorstwa zatrudniające nie więcej niż dziewięciu pracowników (por. rysunek 1).

Rysunek 1. Podmioty gospodarki narodowej wpisane do rejestru regon wg klas wielkości



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego [online], [dostęp 15.06.2011]. Dostępny w WWW: http://www.stat.gov.pl/bdl/app/dane_podgrup.display?p_id=422117&p_token=0.6612241667517499.

Rozwiązaniem tego problemu mogłoby być stworzenie powszechnie dostępnych baz danych, w których byłyby zbierane informacje na temat transakcji zawieranych na rynku niepublicznym w Polsce. Mimo ponad 20 lat doświadczeń związanych z rozwojem rynku kapitałowego dotychczas takie bazy danych nie powstały. Brak dostępu do tego rodzaju statystyk nie tylko utrudnia prowadzenie procesu wyceny, ale również uniemożliwia prowadzenie badań naukowych.

Podsumowanie

Transformacja ustrojowa, która miała miejsce w naszym kraju na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, spowodowała istotne zmiany społeczne i gospodarcze. Rozpoczęty w tym okresie proces prywatyzacji oraz powstanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w znacznym stopniu przyczyniły się do rozwoju polskiego rynku wyceny przedsiębiorstw. Obecna struktura tego rynku różni się od tej z początku lat dziewięćdziesiątych. Mimo ponad dwudziestu lat doświadczeń wiele problemów związanych z wyceną

przedsiębiorstw w Polsce wciąż pozostaje nierozwiązanych. Wśród nich na wyróżnienie zasługują: brak powszechnie akceptowalnych standardów wartości, brak regulacji określających kryteria oceny kompetencji osób zajmujących się wyceną przedsiębiorstw, brak baz danych, w których gromadzono by informacje dotyczące transakcji zawieranych na rynku niepublicznym. Szukając rozwiązań wymienionych problemów, warto zastanowić się, kto powinien być odpowiedzialny za ich wprowadzenie – organy administracji publicznej czy niezależne organizacje zawodowe reprezentujące środowiska praktyków?

Literatura

- Dane Głównego Urzędu Statystycznego [online], [dostęp 15.06.2011]. Dostępny w WWW: http://www.stat.gov.pl/bdl/app/dane_podgrup.display?p_id=422117&p_token=0.6612241667517499.
- Fishman J.E. i in., *Guide to Business Valuation*, Vol. 1, second ed., Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstw. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Matsche M.J., Brösel G., *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Międzynarodowe standard wyceny, edycja ósma 2007* (wydanie polskie), Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2009.
- Pratt S.P., *Business valuation expert can make or break case; How to locate and evaluate qualified business appraisers*, w: *The Best of Shannon Pratt, A compilation of articles*, BVR, 2006.
- Pratt S.P., *Defining Standards of Value*, [online] s. 6, [dostęp: 23.03.2010], dostępny w WWW: <http://www.appraisers.org/ForAppraisers>.
- Pratt S.P., R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
- Słownik języka polskiego* [online], [dostęp 15.06.2011]. Dostępny w WWW: <http://sjp.pwn.pl/szukaj/wycena>.
- Szymański P., *Standardy wyceny biznesowej (wyceny przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
- Ustawa z dnia 24 września 2010 roku o zmianie ustawy o gospodarce nieruchomościami (DzU 2010, nr 200, poz. 1323, ze zmianami).

Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (DzU 2009, nr 77, poz. 649, ze zmianami).

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

THE SELECTED PROBLEMS RELATED TO THE BUSINESS VALUATION IN POLAND

Summary

The paper presents some problems related to the business valuation in Poland. In the first part author focuses on the standards of value used in business valuation. The second part deals with the problem of the professional competence of the persons which are involved in business valuation. The third part describes the difficulties of access to data on transactions in the non-public market.

Translated by Michał Grudziński

Keywords: methods valuation, standards of value, competence.