

Dariusz Zarzecki

Specyfika wyceny małych przedsiębiorstw

Ekonomiczne Problemy Usług nr 34, 669-677

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

DARIUSZ ZARZECKI

Uniwersytet Szczeciński

SPECYFIKA WYCENY MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Wprowadzenie

Wycena małych firm jest ważnym problemem praktycznym, co wynika z dużej liczby takich podmiotów oraz odpowiednio dużej liczby transakcji ich kupna-sprzedazy. W teorii i praktyce znane są trzy główne podejścia do wyceny przedsiębiorstw, które mogą być stosowane na potrzeby wyceny małych firm, w tym także niemal wszystkich rodzajów profesjonalnych praktyk¹. Są to: 1) podejście majątkowe, 2) podejście dochodowe, 3) podejście rynkowe, zwane niekiedy porównawczym [1, s. 54–58], [2, 337–376], [3, s. 596]. Jednakże w przypadku niektórych z wycen małych firm coraz częściej stosuje się szczególne formuły (niemal wszystkie opierają się na mnożniku przychodów), które są coraz częściej wykorzystywane w ich wycenie. Te szczególne formuły wyprowadzane są na podstawie rzeczywistych transakcji kupna-sprzedazy firm danego rodzaju lub stanowią tradycyjne sposoby uproszczonej wyceny stosowane w poszczególnych sektorach. W punkcie 2 zaprezentowano niektóre rodzaje profesjonalnych praktyk, w odniesieniu do których stosuje się pewne praktyczne, zwyczajowe zasady pozwalające na wstępne oszacowanie wartości danej firmy. Analityk powinien mieć jednak cały czas na uwadze, że są to ogólne zasady, które są dokładne tylko jako średnie, obowiązujące dla dużej liczby obserwacji. Jednakże dla konkretnej obserwacji, zasada może wymagać odpowiednich korekt, czy też może nawet trzeba ją będzie porzucić, jeśli nie odpowiada danym warunkom. Niezależnie od konkretnych okoliczności i uwarunkowań, zaleca się wykorzystanie poniższych praktycznych zwyczajowych metod jedynie w połączeniu z ogólnie stosowanymi, tradycyjnymi metodami wyceny [3, s. 605–608].

¹ Przez profesjonalne praktyki rozumie się m.in. gabinety medyczne i dentystyczne, firmy rachunkowe, kancelarie prawnicze, pracownie architektoniczne, biura konstrukcyjne, firmy inżynierskie, firmy doradcze, firmy audytorskie.

Specyfika wyceny małych i mikro przedsiębiorstw

Wielu analityków do wyceny małych firm bezkrytycznie stosuje te same podejścia, metody i procedury, które są wykorzystywane w wycenie dużych podmiotów i wielkich korporacji. Pomijają w ten sposób wiele istotnych różnic pomiędzy tymi kategoriami przedsiębiorstw. Identyfikacja przedmiotu wyceny jako dużej lub małej firmy, czy też dużej lub małej profesjonalnej praktyki, jest kluczowym etapem wstępnym w procesie wyceny.

Można mówić o trzech zasadniczych różnicach pomiędzy dużymi a małymi firmami – różnicach mających istotny wpływ na proces wyceny [3, s. 66–67]:

1. Różnice operacyjne – opisujące sposoby, w jakie firmy są zorganizowane (z punktu widzenia prawnego, podatkowego i formalnego), w tym metody rejestrowania transakcji i sposobów finansowania.
2. Różnice transakcyjne – opisujące rzeczywiste sposoby nabywania i sprzedawania takich podmiotów.
3. Różnice wynikające z dynamiki rynku – odnoszące się do danych (zarówno w aspekcie ilościowym jak i jakościowym), metodologii i czynników uwzględnianych bezpośrednio w procesie wyceny.

Warto zaznaczyć, że nie występują żadne formalne reguły wyceny firm, które wskazywałyby na różnice pomiędzy małymi a dużymi podmiotami. W tabelach 1, 2 i 3 zaprezentowano najważniejsze różnice pomiędzy dużymi a małymi firmami [3, s. 74–75, 77–78, 80–81].

Tabela 1

Różnice operacyjne pomiędzy dużymi a małymi firmami

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
1	2	3	4
1	Dostępność finansowania długiem	Ogólnie duża dostępność finansowania obcego – jest to zasadniczo niezależne od wiarygodności kredytowej indywidualnych właścicieli kapitału	Znaczące finansowanie długiem może być niedostępne, dlatego stosowane są często alternatywne źródła finansowania, np. pożyczki od właścicieli
2	Gwarancje w przypadku finansowania długiem	Zwyczajowo, osobiste gwarancje/zabezpieczenia indywidualnych właścicieli nie są wymagane	Zwyczajowo, osobiste gwarancje/zabezpieczenia indywidualnych właścicieli są wymagane
3	Pożyczki od właścicieli	Jest to rzadko stosowane źródło finansowania	Jest to typowy sposób pozyskiwania kapitału
4	Organizacja	Właściciele są organizacyjnie oddzieleni od bezpośredniego zarządzania firmą	Właściciele są często zarządem firmy

1	2	3	4
5	Jakość rachunkowości	Zwyczajowo, historyczne sprawozdania finansowe są sporządzane zgodnie z przyjętymi standardami rachunkowości i są audytowane przez niezależnych biegłych rewidentów	Historyczne sprawozdania finansowe mogą, ale nie muszą być sporządzane zgodnie z przyjętymi standardami rachunkowości; badanie sprawozdania finansowego przez niezależnych biegłych rewidentów ma często charakter przeglądu, zamiast audytu
6	Oddzielenie rachunkowości firmy od rachunkowości właścicieli	Zwykle ma miejsce niewiele transakcji pomiędzy spółką a poszczególnymi właścicielami; prowadzenie rachunkowości spółki oddzielonej od rachunkowości właścicieli jest więc proste i nie rodzi problemów	Często występują liczne transakcje pomiędzy spółką a poszczególnymi właścicielami; dlatego prowadzenie rachunkowości firmy oddzielnej od rachunkowości właścicieli jest czasami bardzo trudne
7	Osobiste wydatki właścicieli	Zwyczajowo, osobiste wydatki właścicieli nie są opłacane przez firmę	Często osobiste wydatki właścicieli są pokrywane przez firmę
8	Zarządzanie	Firma ma zwykle zarządzanie zewnętrzne (nie właścicielskie): radę nadzorczą i zarząd	Często wszyscy członkowie rady nadzorczej i zarządu są jednocześnie właścicielami
9	Oddzielenie transakcji handlowych firmy od transakcji handlowych właścicieli	Spółka realizuje transakcje, które są całkowicie niezależne od transakcji właścicieli	Transakcje firmy są często trudne do oddzielenia od transakcji dokonywanych przez właścicieli
10	Dywersyfikacja inwestycji	Zwykle właściciele mają jeszcze inne inwestycje wiążące się z ich osobistym bogactwem	Często cały majątek właścicieli jest powiązany z daną firmą
11	Transakcje handlowe/interakcje z właścicielami	Ogólnie występuje bardzo mało transakcji operacyjnych (np. wynajem nieruchomości) z właścicielami	Często właściciele firmy są równocześnie właścicielami nieruchomości i innych aktywów wykorzystywanych przez daną firmę; aktywa te wynajmują spółce
12	Rodzaj kapitału	Zasadniczo, kapitał ma formę kapitału własnego z zewnątrz (nie pracownicy) oraz różnych form niezabezpieczonego długu	Zasadniczo, kapitał ma formę kapitału własnego z wewnątrz (pracownicy) oraz różnych form zabezpieczonego długu
13	Struktura kapitału	W strukturze kapitału często występuje więcej długu niż kapitału własnego	W strukturze kapitału często występuje więcej kapitału własnego niż długu
14	Koszt kapitału	Koszt długu i koszt kapitału własnego jest zwykle niższy w porównaniu z mniejszymi podmiotami reprezentującymi ten sam sektor	Koszt długu i koszt kapitału własnego jest zwykle wyższy w porównaniu z większymi podmiotami reprezentującymi ten sam sektor

Tabela 2

Różnice transakcyjne pomiędzy dużymi a małymi firmami

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
1	2	3	4
1	Motywacja kupującego	Podstawową ekonomiczną motywacją kupującego jest oczekiwany zwrot z kapitału własnego – wyłączając kwestie związane z osobistym wynagrodzeniem	Kupujący często „kupuje posiadę”, stąd wynagrodzenie właściciela jest postrzegane jako część łącznego zwrotu z inwestycji
2	Rodzaj pośrednika (brokera)	Typowo, w realizację transakcji zaangażowany jest doradca inwestycyjny bądź finansowy	Często w realizację transakcji zaangażowany jest pośrednik specjalizujący się w SMEs
3	Koszty transakcyjne	Koszty transakcyjne zakupu/sprzedaży są relatywnie niskie – jako % łącznej ceny biznesu – w porównaniu z transakcjami kupna/sprzedaży małych firm	Koszty transakcyjne zakupu/sprzedaży są relatywnie wysokie – jako % łącznej ceny biznesu – w porównaniu z transakcjami kupna/sprzedaży dużych firm
4	Czas transakcji	Uwzględniając wartość transakcji, czas na jej sfinalizowanie jest stosunkowo krótki	Uwzględniając wartość transakcji, czas na jej sfinalizowanie jest stosunkowo długi
5	Zaangażowanie profesjonalnego doradcy	Do wyceny i ustrukturyzowania transakcji często zaangażowani są doradcy finansowi, prawnicy, księgowi, analitycy bankowi	Zwykle niewielu doradców jest zaangażowanych w obsługę transakcji
6	Powody zakupu lub sprzedaży firmy	Powody są zwykle biznesowe	Powody są zwykle osobiste
7	Źródła finansowania zakupu	Najczęściej finansowanie przejęcia pochodzi od kupującego i z nie-związanych źródeł zewnętrznych	Często nabycie wspomagane jest przez sprzedającego i tradycyjne źródła finansowania danego biznesu (np. bank obsługujący spółkę)
8	Struktura transakcji: akcje/udziały versus sprzedaż aktywów	Transakcja jest zwyczajowo sprzedażą akcji	Transakcją jest często sprzedażą pojedynczego składnika aktywów
9	Nieruchomości włączane do transakcji sprzedaży	Transakcja obejmuje wszystkie aktywa biznesu	Często występują aktywa stanowiące osobistą własność sprzedającego – muszą być one sprzedane oddzielnie
10	Aspekty uwzględniane w ramach transakcji	Generalnie, rozważa się wyłącznie sprzedaż akcji spółki	Generalnie, rozważa się łączny efekt transakcji, obejmujący zapłatę za firmę oraz płatności z tytułu zakazu konkurencji oraz umowy dotyczące przejściowego zatrudnienia itp

1	2	3	4
11	Klauzule wiążące cenę z przyszłą dochodowością firmy (earn-out*)	Rzadko spotykane rozwiązanie	Rozwiązanie spotykane częściej niż w przypadku transakcji sprzedaży dużych firm
12	Kategorie i liczba potencjalnych nabywców	Zwykle występuje wiele kategorii kupujących z dużą liczbą kupujących w każdej kategorii	Zwykle występuje niewiele kategorii kupujących z małą liczbą kupujących w każdej kategorii
13	Sposób przeprowadzenia transakcji	Sprzedaż firmy jest dokonywana na rynku ogólnokrajowym	Sprzedaż firmy jest dokonywana na rynku lokalnym (regionalnym lub mniejszym)
14	Typowy rodzaj nabywcy	Typowy kupujący może być inwestorem pasywnym i/lub finansowym	Kupujący będzie najprawdopodobniej aktywnym właścicielem/zarządzającym (np kupujący może być aktualnym konkurentem lub pracownikiem danej firmy)

* Jest tzw. opóźniona płatność (*earn-out*). Część płatności następuje po ustalonym wcześniej okresie i jest zależna od osiągniętych wyników finansowych nabywanego podmiotu. Tryb rozliczenia transakcji można podzielić na dwa etapy: 1. pierwsza płatność w gotówce lub akcjami w momencie nabycia; 2. w późniejszym terminie kolejna płatność (lub ciąg płatności) uzależniona od osiągniętych wyników finansowych.

Tabela 3

Różnice pomiędzy dużymi a małymi firmami wynikające z dynamiki rynku

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
1	2	3	4
1	Dane dotyczące wartości porównywalnych spółek publicznych	Generalnie, dostępne są dane odnoszące się do porównywalnych spółek publicznych	Często porównywalne spółki publiczne nie są dostępne
2	Dane dotyczące wartości łączących się i przejmowanych spółek porównywalnych	Generalnie, dostępne są dane dotyczące łączących się i przejmowanych spółek porównywalnych	Często dane dotyczące łączących się i przejmowanych spółek porównywalnych nie są dostępne
3	Dostępność planów finansowych, budżetów księgowych, projekcji itp. odnoszących się do firmy wycenianej	Generalnie, dane prospektywne są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny	Generalnie, dane prospektywne nie są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny
4	Dostępność planów operacyjnych (np. budżetów produkcji i sprzedaży itp.) odnoszących się do firmy wycenianej	Generalnie, dane prospektywne są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny	Generalnie, dane prospektywne nie są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny
5	Szczegółowe zestawienia analityczne wszystkich aktywów materialnych i niematerialnych	Generalnie, dane te są dostępne	Generalnie, dane te nie są dostępne

1	2	3	4
6	Dostępność szacunków wartości poszczególnych aktywów dokonanych przez zarząd, doradców podatkowych, rzeczoznawców itp.	Generalnie, dane te są dostępne	Generalnie, dane te nie są dostępne
7	Zastosowanie różnych dyskont dotyczących wartości (np. z tytułu: zależności od kluczowej osoby, zależności od kluczowego klienta, braku dywersyfikacji produktów itd.)	Generalnie, identyfikacja i oszacowanie tych dyskont jest rzadziej stosowane niż w wycenie małych firm	Generalnie, identyfikacja i oszacowanie tych dyskont jest częściej stosowane niż w wycenie dużych firm
8	Rozsądnie zdefiniowany plan wycofania się z biznesu	Często istnieje ekonomicznie uzasadniony plan wyjścia właściciela z inwestycji; występuje możliwość wyjścia z inwestycji dla obecnego właściciela, np. poprzez IPO	Uzasadniony ekonomicznie plan wyjścia właściciela z inwestycji prawdopodobnie nie istnieje; często nie ma możliwości efektywnego wyjścia z inwestycji dla obecnego właściciela
9	Jakość historycznych danych finansowych	Zwykle dostępne są zaudytowane sprawozdania finansowe sporządzone według przyjętych standardów rachunkowości	Często dostępne są skompilowane lub wewnętrznie sporządzone sprawozdania finansowe, które nie są zgodne z ogólnie przyjętymi standardami rachunkowości
10	Ilość historycznych danych finansowych	Generalnie, dane są odpowiednie do potrzeb analityka	Często dane są okrojone i niektóre analizy nie mogą być przeprowadzone
11	Historyczne dane operacyjne	Generalnie, dane są odpowiednie do potrzeb analityka	Często dane są okrojone i niektóre analizy nie mogą być przeprowadzone
12	Współpraca z doradcami zewnętrznymi (księgowi, prawnicy itp.)	Generalnie, analityk ma dostęp do tych specjalistów	Generalnie, analityk nie ma dostępu do tych specjalistów
13	Dostępność danych sektorowych	Zwykle dana spółka jest członkiem odpowiedniej organizacji branżowej dostarczającej użytecznych informacji	Dana spółka może nie być członkiem odpowiedniej organizacji branżowej, dlatego dostępność użytecznych informacji może być ograniczona
14	Dostępność danych na temat pozycji konkurencyjnej	Zwykle zarząd ma dane na temat pozycji konkurencyjnej własnej spółki	Zarząd firmy może nie mieć precyzyjnych danych na temat pozycji konkurencyjnej własnej spółki
15	Dostępność danych na temat konkurencji	Często dostępne są dane odnoszące się do notowanych na giełdzie konkurentów	Dane dotyczące małych prywatnych konkurentów mogą być niedostępne

1	2	3	4
16	Dostępność odpowiednich danych ekonomicznych	Często dane ekonomiczne o charakterze ogólnokrajowym i/lub regionalnym znajdują zastosowanie w wycenie – dane te są łatwo dostępne	Często dane ekonomiczne o charakterze znajdują zastosowanie w wycenie – dane te mogą nie być łatwo dostępne

W wypadku doświadczonych analityków wyceny zajmujących się małymi podmiotami, różnice operacyjne, transakcyjne oraz wynikające z dynamiki rynku pomiędzy dużymi a małymi firmami mogą mieć drugorzędne znaczenie. Aczkolwiek różnice te i sposób, w jaki wpływają na proces wyceny, nie są wcale oczywiste w przypadku mniej doświadczonego analityka zajmującego się wyceną małych firm. Omówione trzy kategorie różnic zasługują na poważne potraktowanie w każdej wycenie, ale mają szczególne znaczenie w wycenie małych, prywatnych firm. Różnice te wpływają na: dostępność i wiarygodność szacunków wartości wyprowadzanych z porównań rynkowych, użyteczność metod wyceny, identyfikację ewentualnych dyskont i/lub premii, szacowanie stóp kapitalizacji i odpowiednich mnożników rynkowych, ocenę porównywalności transakcji, analizę ekwiwalentu gotówkowego transakcyjnej ceny sprzedaży, i – ostatecznie – na oszacowanie wartości prywatnej małej firmy.

Z podanych wyżej względów wycena małych firm i profesjonalnych praktyk jest często większym wyzwaniem aniżeli wycena dużych podmiotów. Pozornie wydaje się to być nielogiczne i trudne do akceptacji, ponieważ nowicjusze w dziedzinie wyceny często rozpoczynają swoją karierę od analizy i szacowania wartości takich właśnie podmiotów. Niemniej, jak wskazują czynniki omówione powyżej, wycena małych firm często wymaga co najmniej tyle samo doświadczenia i wiedzy co wycena dużych spółek [3, s. 79].

Uwagi końcowe i podsumowanie

W niektórych rodzajach działalności „*rules of thumb*” są tak popularne, że zaczęto określać je mianem „sektorowych formuł wyceny” (*industry valuation formulas*). „*Rules of thumb*” wyprowadzane są na podstawie rzeczywistych transakcji, w których doszło do transferu udziałów kontrolnych. Z uwagi na upowszechnienie i częste odnoszenie się do tych metod nie można ich nie zauważać i pomijać. Zgłaszane są jednak również krytyczne opinie dotyczące sposobów wyprowadzania omawianych formuł oraz ich powiązania z danymi empirycznymi opisującymi rzeczywiste transakcje kupna-sprzedaży przedsiębiorstw [3, s. 316–317].

Przyjmuje się, że „reguły kciuka” – o ile byłyby wyprowadzone z dających się obronić przesłanek ekonomicznych – mogą być zastosowane jako metoda potwierdzająca (*confirmatory method*) lub sprawdzająca (*sanity check*) wydaną wcześniej opinię na temat wartości. W USA jest to podejście stosunkowo często stosowane w procesach sądowych. R.F. Reilly

i R.P. Schweihs podają przykład sporu toczonego przed sądem (Neal przeciwko Alabama By-Products Corp.), w trakcie którego sąd wykorzystał wartość przypadającą na jedną tonę odzyskiwalnych rezerw węgla [10, s. 333].

Chociaż zastosowanie i szczegółowa konstrukcja poszczególnych „rules of thumb” mogą się różnić w zależności od warunków ekonomicznych i czynników lokalnych, omawiane formuły dostarczają w miarę jednolite podejście do problemu wyceny małych podmiotów w skali ogólnokrajowej i regionalnej. Formuły są stosunkowo łatwe w użyciu i zrozumiałe zarówno dla laików, jak i profesjonalistów zajmujących się wyceną. Niemniej, wartości szacowane za pomocą „reguły kciuka” powinny być zweryfikowane i potwierdzone poprzez zastosowanie innych, bardziej rygorystycznych metod. Zgłaszane są również pewne ostrzeżenia związane z zastosowaniem omawianej metodyki wyceny. Można je określić następująco: 1) formuły są ogólne ze swej natury; 2) nie ma jednej, uniwersalnej formuły, możliwej do zastosowania w każdym przypadku i w każdych warunkach; 3) nie wszystkie firmy są przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży.

„Reguły kciuka” są z definicji bardzo znaczącym uproszczeniem rzeczywistości. Nie dają więc możliwości oceny wpływu różnic w sposobach prowadzenia działalności operacyjnej lub w rodzajach dysponowanych aktywów na wynik wyceny. Uniemożliwiają również rozpoznanie i uwzględnienie zmian w warunkach działania przedsiębiorstw operujących w różnych sektorach w następujących po sobie okresach. Ogólny charakter „reguły kciuka” oznacza, że konieczne jest wprowadzanie odpowiednich korekt uwzględniających różnice w: zaobserwowanych trendach w zakresie generowanych przychodów czy przepływów pieniężnych, lokalizacji, stanie technicznym nieruchomości, maszyn i wyposażenia, reputacji u klientów, dostawców i wierzycieli, relacjach z bankami, zakresie i warunkach finansowania się poprzez leasing, wymaganych unikalnych kwalifikacjach, stopniu trudności w rozpoczęciu przedsięwzięcia.

Literatura

1. Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
2. Helfert E.A.: *Techniques of Financial Analysis*, 6th Edit. Irwin, Homewood 1987.
3. Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P.: *Valuing Small Businesses & Professional Practices*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 1998.
4. Mastracchio N.: *How to value a professional practice*, The Practical Accountant, December 1985.
5. Nielsen G.L., Hudson D.H.: *How to value an accounting practice*, National Public Accountant, February 1987.
6. Christensen B.: *Calculating your practice's worth*, Optometric Management, March 1989.
7. Gavzer K.: *Pricing a veterinary practice*, Journal of American Veterinary Medicine Association, October 1, 1990.

8. *Business Valuations by Industry*, W. Jurek (red.), Volume I, Volume IV. *Detailed Studies of Actual Businesses Sold*. Quality Services Company, Santa Barbara 2000.
9. Desmond G.: *Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb*, Valuation Press, Los Angeles 1994.
10. Reilly R.F., Schweihs R.P.: *The Handbook of Advanced Business Valuation*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 2000.

SPECIFICS OF VALUING SMALL BUSINESSES

Summary

In the US small businesses to which rule of thumb multipliers apply are typically those with sales in a range of \$100.000 and \$3 million. The rule of thumb is developed by interpretation of actual market transactions reported by brokers and others involved. Sometimes valuation formulas are traditional rules of thumb used by a particular industry. A comparison of rule of thumb multiplier ranges helps the valuation analyst view how the market perceives relative risk of one industry compared with another. Although the use and composition of rule of thumb formulas may vary depending upon economic conditions or local differences in business customs, formulas provide a reasonably uniform national or regional guide. Formulas are relatively easy to use and make sense to both laymen and professionals. Nevertheless, values estimated by market formulas ought to be validated by other, more rigorous, methods. There are also certain cautions about using rule of thumb formulas: 1) formulas are general in nature; 2) there is no single, all-purpose formula; 3) not all businesses are saleable.