

Grzegorz Świszcz

Problematyka wyceny wartości przedsiębiorstwa w dobie globalizacji

Ekonomiczne Problemy Usług nr 44, cz. 2, 327-334

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.

Grzegorz Świszcz¹

PROBLEMATYKA WYCENY WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W DOBIE GLOBALIZACJI

Świat się zmienia, ludzie się zmieniają, a jednostki tworzące gospodarstwa domowe niepostrzeżenie stają się elementami globalnej wioski (global village²). Konsumenci zazwyczaj nie zdają sobie sprawy z faktu, iż nabywają produkt światowy. Dobro finalne, które trafia do klienta coraz częściej stanowi hybrydę skonstruowaną zgodnie z oczekiwaniami odbiorców globalnych. Po bliższej analizie podatnego na procesy unifikacyjne rynku motoryzacyjnego okazuje się, że przykładowy model marki Saab – 9–3 występuje również pod innymi znakami firmowymi takimi jak: Opel (Vauxhall, Holden) Vectra, Cadillac – BLS bądź Saturn – Aura³. Koncerny stosując szablony produktu globalnego minimalizują swoje nakłady na badania i rozwój (R&D) oraz przygotowanie produkcji. Jest to dość powszechnie wykorzystywana praktyka w przemyśle motoryzacyjnym (VW – Skoda – Seat – Audi – Porsche – Lamborghini – Bentley). Rodzi się jednak pytanie czy wykorzystanie technologii Vectry w nadwoziu 9–3 pozostawia subiektywne odczucie większej wartości marki Saab? Kwestia sporna, bowiem część konsumentów uważa, iż kupuje ułamek historii, ducha produktu, prestiż (goodwill⁴). Natomiast pewna grupa może poczuć się ofiarą działań marketingowych ukrywających fakt dopłacania kilkudziesięciu procent ceny do części różniących się tylko znacznikiem sub-firmowym grupy General Motors.

Powyższe odwołanie ma jednak głębsze przesłanie, bowiem ukazuje, że sam produkt i zawarte w nim części nie stanowią o jego cenie. Ta sama reguła będzie dotyczyła wartości wytwarzającego go przedsiębiorstwa, gdyż Saab przekazuje swoim produktom zdecydowanie większy prestiż, niż Opel. Szacując wartość majątku szwedzkiego przedsiębiorstwa można dojść do wniosku, że aktywa produkcyjne wchodzące w skład jego majątku posiadają podobną wartość w przeliczeniu na jednostkę wyprodukowanego produktu, co u bliźniaczej marki, a technologia produkcji jest zbliżona (o ile nie identyczna). Często produkty powstają w na tej samej linii montażowej. Różnica polega głównie na szacowaniu wartości niematerialnych, stanowiących o sile i prestiżu marki. Należy także wziąć pod uwagę odczucia subiektywne klientów, ich potencjał nabywczy, utożsamiany z marką styl życia, czy też otoczkę organizacyjną usług posprzedażowych. Powyższe elementy trudno zmierzyć w jednoznacznie sprawiedliwy

¹ Mgr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

² Por.: H.M. McLuhan, *The Gutenberg Galaxy*, University of Toronto Press, Toronto 1962.

³ Zob.: <http://www.gm.com>.

⁴ Nadwyżka wartości biznesu ponad wartość jego aktywów stanowi miarę zdolności przedsiębiorstwa do generowania nadwyżki zysków.

i uniwersalny sposób, bowiem problematyczne okazuje się określenie wartości skojarzenia (top of mind) nabywców Jaguara, bądź Lexusa. Wartość marki jest kształtowana indywidualnie i zależy od dorobku wielu pokoleń pracowników, którzy swoją myślą techniczną przyczynili się do jej sukcesu. Wiele lat tradycji i efektywnej pracy centrów badawczych pozwala nabywcom utożsamiać – Volvo z bezpieczeństwem, a Bentleya z prestiżem. Cech tych nie sposób dopisać do aut koncernów Dacia czy Daewoo, ponieważ marki te swoją wartość zawdzięczają głównie: niskiej cenie, efektowi skali, masowości i popularności.

Globalizacja w przemyśle motoryzacyjnym jest dalece zaawansowana, jak pokazuje powyższy przykład. Ma to ogromny wpływ na wartość produkujących pojazdy międzynarodowych koncernów. Generalnie fuzje, przejęcia, alianse mają za zadanie stwarzać pozytywny wpływ na globalną wartość przedsiębiorstwa (sukces rynkowy Skody, Seta, Porsche pod skrzydłami VW, a obecnie całej grupy VW pod skrzydłami Porsche), jednakże od każdej reguły występuje wyjątek – czego przykładem była sprzedaż Chryslera przez Daimlera po nieudanym mezaliansie (sprzedaż 80,1% akcji przedsiębiorstwa za 7,4 mld \$). Po rozstaniu wartość i zdolność do generowania dodatknych przepływów drugiego koncernu wzrosła. W przypadku Chryslera inwestor, czyli fundusz private equity – Cerberus Capital Management założył, iż już po 3 latach zacznie generować dodatnie wyniki w następstwie daleko idącej restrukturyzacji. Prognozowano, iż zwrot nakładu poniesionego na zakup przedsiębiorstwa (również poprzez wzrost jego wartości) przyniesie całkowity zysk z inwestycji na poziomie 27%⁵. Z dzisiejszej perspektywy możemy ocenić, że były to oczekiwania złudne, bezlitośnie zweryfikowane przez kryzys finansowy. Akcje Chryslera nie są notowane w publicznym obrocie, jednakże ich wartość rynkowa jest obecnie zapewne niższa od wartości księgowej.

Przytoczona transakcja sprzedaży/kupna przedsiębiorstwa to tylko jedna z przesłanek wyceny wartości podmiotów gospodarczych. Temat jest bardziej złożony, gdyż w teorii dostrzega się wiele rodzajów wartości wykorzystywanych w zależności od zapotrzebowania na informacje określonych grup interesu. Funkcjonowanie na rynku globalnym stwarza mnogość motywów związanych z wyceną. Mogą być one spowodowane następującymi przesłankami⁶:

- **Zmiany własnościowe** – operacje kupna/sprzedaży (dla kupującego ustalenie maksymalnej ceny transakcji, a dla sprzedającego wskazanie minimalnej ceny transakcji), wystąpienie lub wyłączenie udziałowców z przedsiębiorstwa, wywłaszczenie przedsiębiorstwa lub jego części;
- **Przekształcenia strukturalne** – przejęcie nowych udziałów do spółki, wniesienie całego przedsiębiorstwa lub jego części jako aportu, fuzja, podział przedsiębiorstwa, likwidacja przedsiębiorstwa, analizy w zakresie zmian strukturalnych;
- **Pomiar podatków** – od spadku, darowizny przedsiębiorstwa, jego części lub udziału w kapitale zakładowym, pomiar opłaty skarbowej od transakcji, której przedmiotem jest przedsiębiorstwo, jego część lub udział w kapitale zakładowym;
- **Planowanie strategiczne** – wycena przedsiębiorstwa będąca podstawą planowania w procesie decyzyjnym oraz wstępna ocena do dalszych działań przedsiębiorstwa i organizacji struktury kapitałowej w przyszłości;

⁵ Por.: „Forbes” 2007, nr 12, s. 122.

⁶ Zob.: A. Herman, A. Szablewski, *Zarządzanie Wartością Firm*, Poltex, Warszawa 1999, s. 105.

- **Wycena notowanych spółek** – wskazanie inwestorom walorów mających podstawy do wzrostu wartości – niedocenianych obecnie przez rynek, wykorzystanie wyników do analizy porównawczej przedsiębiorstw.
- **Oferta publiczna** – wycena ukazuje, na ile oferta jest atrakcyjna i uzasadniona dla inwestora, wycena fundamentalna ukazuje ewentualne niedowartościowanie lub przewartościowanie walorów spółki na rynku.
- **System wynagrodzeń** – wycena jest potrzebna do zbadania skuteczności kadry zarządzającej, której wynagrodzenia uzależnione są od wzrostu wartości przedsiębiorstwa⁷.
- **Pozostałe** – ubezpieczenie majątku przedsiębiorstwa, przedstawienie w bilansie rocznym udziałów w spółkach, kontrola wewnętrzna wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela w przedsiębiorstwo.

Z pewnością katalog wymienionych powyżej motywów wyceny wartości pozostaje otwarty, gdyż przedsiębiorstwo może być przedmiotem lub stroną wielu transakcji finansowych. Szacowaniu wartości podlegają zarówno podmioty nie notowane na giełdzie, jak i te które swoją publiczną ofertę mają już za sobą. Znacznie częściej utożsamiamy wycenę wartości z rynkiem kapitałowym. Spowodowane jest to większą medialnością i transparentnością spółek giełdowych. Jednakże wycena rynkowa nie zawsze jest obiektywnym źródłem informacji, bowiem walory notowane na GPW mogą podlegać mniejszej lub większej spekulacji kapitału, lub krótkoterminowym trendom inwestycyjnym prowadzącym do przewartościowania kursów akcji. Za przykład może posłużyć hossa wywołana przez spółki internetowe pod koniec XX wieku. Niebotyczne oderwanie wartości kursów od fundamentów doprowadziło w konsekwencji do spektakularnego załamania rynku. Również na Warszawskiej Giełdzie kursy akcji wielu spółek zostały przewartościowane wskutek trwającej przez ostatnie kilka lat hossy. Poziom zjawiska zweryfikował trwający od połowy 2007 roku kryzys finansowy.

Przykład rynku kapitałowego ukazuje również jaki wpływ na wartość zarządzanego majątku miała rola inwestora, bądź osoby zarządzającej aktywami. Szeregu umiejętności, ambitnych pomysłów bądź innowacyjnych koncepcji prowadzenia biznesu przez właściciela nie sposób obiektywnie skwantyfikować, gdyż jest to swoistego rodzaju sztuka. Wysoka ocena talentu do prowadzenia biznesu przez takich inwestorów jak: Leszek Czarnecki (Getin, Noble Bank, EFL), Roman Karkosik (Boryszew, Impexmetal, Alchemia) czy Ryszard Krauze (Bioton)⁸ – powodowała, iż spółki przez nich kupowane lub tworzone zwiększały swoją wartość od kilkudziesięciu do kilkuset procent w skrajnie krótkim czasie. Z pewnością nie było to spowodowane wzrostem ich wartości księgowej, a bardziej zaufaniem prezentowanym przez inwestorów.

Różnice w wycenie rynkowej i księgowej charakteryzuje wskaźnik P/BV⁹ (price/book value). Jego wartość powyżej jedności ukazuje, że inwestorzy dostrzegają coś więcej niż aktywa netto zawarte w bilansie. Różnicę tą nazywa się czasem kapitałem intelektualnym lub ludzkim. Szerzej wewnętrzną wartością firmy. Czołowe pozycje pod względem P/BV zajmują spółki z branży informacyjnej, farmaceutycznej czy dóbr konsumpcyjnych (Pfizer – 9,9; Johnson & Johnson – 6,7)¹⁰.

⁷ Zob.: A. Szablewski, R. Tuzimek, *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex, Warszawa 2004, s. 143.

⁸ Zob.: <http://gielda.wp.pl>.

⁹ Relacja ceny do wartości księgowej.

¹⁰ Por.: B. Dobiegała-Kordyna, A. Herman, *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 192.

Analizując problematykę pomiaru wartości dostrzegamy mnogość koncepcji wyceny. Wykorzystywane powyżej pojęcia wartości rynkowej lub księgowej to jedne z wielu używanych w tym zakresie. Poniżej zostały one skrótem sformalizowane i pokrótce scharakteryzowane na podstawie podejść spotykanych w literaturze.

Jedną z częściej spotykanych koncepcji jest **wartość ekonomiczna** (economic value). Stawiona jest ona na przyszłość, nie dotyczy kosztów i wydatków poniesionych w wyniku decyzji podjętych w przeszłości. Koncentruje się na zdolności aktywów do dostarczania ich właścicielowi strumienia wolnych przepływów pieniężnych. W zależności od modelu sposobu dysponowania aktywami mogą przybierać formę zysków, rent dzierżawnych, wpływów z likwidacji czy sprzedaży. Wartość ekonomiczna stanowi koncepcję wymienną, ponieważ wartość dobra wyrażana jest kwotą pieniężną, jaką jesteśmy w stanie zapłacić obecnie (present value) w zamian za oczekiwane w przyszłości przepływy pieniężne. W praktyce wykorzystywania koncepcji wartości ekonomicznej pojawiają się dwa kluczowe problemy związane z wyborem odpowiedniej stopy dyskontowej oraz prognozą rozkładu przyszłych przepływów. W związku z występującym dużym stopniem niepewności istnienia przyszłych strumieni pieniężnych, w wielu przypadkach odnosi się do wykorzystania teorii indywidualnych preferencji ryzyka¹¹.

Wartość rynkowa (market value) nazywana również często sprawiedliwą wartością rynkową (fair market value) to wartość aktywów wyrażonego w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku takim, jak giełdy towarowe bądź giełdy papierów wartościowych, po której dobro mogłoby być sprzedane lub kupione przy założeniu braku manipulacji. Problemem pojawiającym się przy określaniu wartości rynkowej jest występowanie ciągłej zmienności oraz konieczność istnienia rzeczywistego obrotu danym dobrem, bowiem wartość rynkowa reprezentuje chwilową zaistniałą w danym momencie zgodność dwóch stron transakcji. Tak więc może być ona w danym momencie wynikiem preferencji, jak również kaprysów zaangażowanych stron, panujących na danym rynku nastrojów, wahań koniunkturalnych, bądź sytuacji politycznej. Również bieżący wolumin wymiany (wielkość popytu bądź podaży na rynku) wpływa na cenę (czyli wartość) transakcyjną pomiędzy stronami. W przypadku obrotu przedsiębiorstwami za przykład można wziąć spółki publiczne i niepubliczne. Właścicielami spółki publicznej są bardzo liczni posiadacze akcji, będących przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku papierów wartościowych. Codzienne notowania akcji spółek publicznych reprezentują najczęściej ich sprawiedliwą wartość rynkową. W przypadku dóbr nie będących częstym przedmiotem obrotu można wyróżnić spółki niepubliczne. Ich udziały skupione są najczęściej w rękach jednego właściciela i są rzadkim przedmiotem obrotu. Mała ilość transakcji nie jest miarodajnym sposobem wyceny ich wartości rynkowej. W przypadku aktywów nie będących w ogóle lub rzadko przedmiotem obrotu ustalenie wartości rynkowej jest znacznie utrudnione lub czasami wręcz niemożliwe. Pomimo wyżej wymienionych mankamentów wartość rynkowa jest ogólnie postrzegana za najbardziej uzasadnione kryterium ustalania aktualnej wartości bilansowej aktywów i pasywów¹².

Wartość księgowa (book value) to wartość majątku przedsiębiorstwa w bilansie wyceniona zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości. Ustalenie wartości księgowej netto wymaga pomniejszenia aktywów o występujące zobowiązania. Wycena

¹¹ Zob.: <http://www.pwsz.nysa.pl>.

¹² Por.: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999, s. 29.

ta ma niewiele wspólnego z bieżącą wartością ekonomiczną, gdyż w przeciwieństwie do niej bazuje na kosztach historycznych tzn. nie uwzględnia zmian siły nabywczej w czasie (inflacja). Zatem należy wykluczyć sens traktowania wartości księgowej jako miarodajnej metody wyceny przedsiębiorstw. Główną przyczyną jej wykorzystania jest praktycznie znikomy koszt sporządzenia¹³.

Wartość odtworzeniowa (reproduction value) to kwota, którą odzwierciedla nakład, który należy ponieść w celu odtworzenia starych składników majątku, nowymi identycznymi co do rodzaju. Stanowi to uproszczenie bowiem oszacowanie wartości starych maszyn jest co najmniej problematyczne, w porównaniu do uzyskania cen nowych produktów. Wartość starej maszyny znajduje się w określonej relacji do nowej, która zależy od stopnia zużycia. Posiadając więc ceny nowych obiektów i stopień zużycia starych można wycenić majątek przedsiębiorstwa według odtworzenia składników majątku bądź budowy nowego przedsiębiorstwa. Pokrewną koncepcją wartości często traktowaną jako synonim jest wartość zastąpienia (replacement value). Różni się ona tym, że zastępowane aktywa nie muszą być identyczne, a jedynie tożsame co do pełnionej funkcji.

Wartość firmy – goodwill (goodwill value) stanowi nadwyżkę wartości przedsiębiorstwa ponad wartość jego aktywów, która tworzy dodatkowe zyski. Reprezentuje wartość aktywów niematerialnych firmy (np. patenty, znaki firmowe, licencje, listy klientów). Goodwill może być – choć nie zawsze – kupiony, sprzedany lub wyceniony. Na przykład osobowość czy kwalifikacje właściciela nie staną się przedmiotem transakcji, tak więc czynnik kreujący zyski, jakim jest goodwill nie może zostać sprzedany. W takim wypadku wartość danego przedsiębiorstwa jest niższa ze względu na ryzyko jego potencjalnego nabywcy. Z tego też powodu firmy usługowe są zwykle sprzedawane po niższych cenach niż firmy produkcyjne lub handlowe¹⁴.

Kolejną występującą w literaturze pojęciem jest **wartość nieodłączna** (intrinsic value). Jest to postrzegana przez inwestora rzeczywista wartość aktywów. Wartość tą określa inwestor na podstawie dostępnych mu informacji. Analitycy finansowi poprzez analizę fundamentalną poszukują na rynku wartości nieodłącznej spółek, które zostały wycenione przez rynek kapitałowy poniżej jej poziomu. Doradzają oni nabywcy ich akcji, gdyż przy założeniu efektywnego rynku różnica pomiędzy wartością nieodłączną, a wartością rynkową musi zostać niebawem zniwelowana do poziomu wartości nieodłącznej¹⁵. Przeciwnieństwem może być przeszacowany poziom wyceny rynkowej, prowadzący w bliższej lub dalszej perspektywie do przeceny walorów.

Wartość kapitalizacji rynkowej (market capitalization) ukazuje wartość szacunkową będącą wynikiem iloczynu aktualnego kursu akcji oraz ilość wyemitowanych przez spółkę akcji zwykłych. Notowane w ten sposób ceny giełdowe tylko przybliżają cenę według której „rynek” jest tworzony przez maklerów. Składa on się w tym przypadku jedynie z małej liczby akcji spółki. Autorzy nie wzięli pod uwagę faktu, iż wolumen obrotu jest jedną z determinant warunkujących wysokość ceny. Tak więc możliwość zakupu pakietu akcji gwarantującego przejęcie firmy po aktualnej cenie akcji jest interpretacją błędną. Z tego powodu określenie wartości kapitalizacji rynkowej należy postrzegać z dużym marginesem błędu i małą wiarygodnością. Przykładem mylnego odzwierciedlenia wartości za pomocą tego wyznacznika może być epizod związa-

¹³ Zob.: U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 51.

¹⁴ Por.: A. Szablewski, R. Tuzimek, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 147.

¹⁵ Zob.: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 33.

ny z debiutem na GPW w Warszawie spółki PC Guard. Kurs akcji niniejszej firmy w wyniku spekulacji dokonywanych przez tajemniczego inwestora w ciągu kilku dni poszybował w górę o kilkaset procent (z kilku zł do ponad 400 zł za walor). W konsekwencji notowania akcji zostały zawieszono¹⁶. W tym przypadku wartość spółki mierzona jej kapitalizacją rynkową różniła się od rzeczywistej wartości ekonomicznej, którą można określić przy pomocy technik finansowych opartych na oczekiwaniach i zdyskontowanych przepływach pieniężnych¹⁷.

Wartość likwidacyjna (liquidation value) występuje w sytuacji, gdy podmiot gospodarczy musi zlikwidować część lub całość swoich aktywów. Wartość ta odpowiada sumie cen, które przedsiębiorstwo będzie w stanie uzyskać ze sprzedaży składników majątku. Aktywa w tej sytuacji sprzedawane są najczęściej poniżej potencjalnych wartości rynkowych i są obciążone kosztami likwidacji oraz zobowiązań przedsiębiorstwa. Alternatywą dla wartości likwidacyjnej jest wartość biznesu w działaniu (going concern value), która zakłada dalsze funkcjonowanie firmy¹⁸.

Nieodłącznym zagadnieniem wyceny wartości przedsiębiorstw są metody ich obliczania. Do najczęściej spotykanych zalicza się metody: majątkowe, porównawcze, mieszane oraz dochodowe.

Pierwszą grupę stanowią najbardziej tradycyjne **metody majątkowe**. Odgrywały one dużą rolę przy prywatyzacji polskich spółek dokonywanych w latach 90-tych z powodu braku alternatywnych mechanizmów. Zawierają się w nich metody oparte na wyżej opisanych wartościach – księgowej, likwidacyjnej oraz odtworzeniowej. Stanowią najbardziej uproszczony sposób kalkulacji wartości. **Metody porównawcze** opierają swoją konstrukcję na bilansie, rachunku zysków i strat oraz przepływach pieniężnych. Wartość przedsiębiorstwa kalkulowana z ich pomocą opiera się na podstawie informacji o wartościach mnożników z innych przedsiębiorstw oraz pomnożeniu przez odpowiedni parametr będący bazą wyceny. Należy dodać, iż ten sposób jest najczęściej stosowanym i najprostszym w wycenie przedsiębiorstw. **Metody mieszane** wykorzystują zaś wartość goodwill, która została opisana powyżej. Można w jej ramach wyróżnić metodę klasyczną, w której wartość przedsiębiorstwa jest sumą wartości aktywów netto i wartości goodwill (wartość goodwill jest wynikiem pomnożenia zysku netto przez współczynnik n lub obliczana jako procentowa wartość przychodów) oraz metodę UEC, gdzie wartość również jest sumą tych elementów (wartość goodwill obliczana jest poprzez kapitalizację zysku nadzwyczajnego według stopy procentowej). Istnieje jeszcze kilka innych metod używanych w ramach tej konstrukcji. Ostatnią grupę stanowią **metody dochodowe**. Przy ich pomocy kalkulujemy wartość przepływów, które przedsiębiorstwo osiągnie w przyszłości, a następnie dyskontujemy o stopę ryzyka odpowiednią dla poszczególnych przepływów. Najczęściej wyróżnianymi przepływami są: wolne przepływy pieniężne przedsiębiorstwa (PCF), przepływy pieniężne przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy (ECF), kapitałowe przepływy pieniężne (CCF)¹⁹.

Wymienione powyżej metody wykorzystywane są w zależności od bieżącej sytuacji przedsiębiorstwa oraz rynku, na którym ono funkcjonuje. W sytuacji kryzysowych podmioty mogą być wyceniane wedle mniej korzystnych metod, osiągając zdecydowanie mniejszą wartość od oczekiwanej przez właścicieli, bądź wierzycieli. Za przykład może posłużyć upadły Szczeciński Holding Stoczniowy, którego majątek sprzeda-

¹⁶ Zob.: <http://www.pulsbiznesu.pl>.

¹⁷ Por.: <http://www.pwsz.nysa.pl>.

¹⁸ U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 47.

¹⁹ A. Szablewski, R. Tuzimek, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 149-150.

wany został po wartości umożliwiającej spłatę roszczeń jedynie najbardziej uprzywilejowanych grup wierzycieli przedsiębiorstwa. Przeszacowanie wartości organizacji może prowadzić do efektu banki mydlanej, po pęknięciu której tracą wszyscy interesariusze. Szczególnie podatnym na takie działanie jest grupa spółek tzw. nowych technologii. Firmy te w dużej mierze zawdzięczają swoją wartość składnikom niematerialnym, podatnym na spekulacje.

Przedstawiona w artykule problematyka wartości przedsiębiorstwa to tylko ułamkowa vademecum wiedzy zgromadzonej w kilkuset publikacjach na ten temat. W świecie rosnących w siłę korporacji transnarodowych to bardzo istotne zagadnienie. Przynajmniej kilka razy w roku media donoszą o fuzjach bądź przejęciach przedsiębiorstw znanych z rankingów Fortune Global 500 lub Forbes Global 2000. Dokonywane są one na podstawie odpowiednich szacunków wartości. Jedną z bardziej spektakularnych fuzji ostatnich lat²⁰, pośrednio związaną z polskim rynkiem finansowym, było połączenie bankowej grupy Unicredito z HBV (Pekao i BPH)²¹. Podstawą przesłanką transakcji tego typu jest zimna kalkulacja korzyści płynących z przedsięwzięcia, w postaci zwiększenia potencjalnych przyływów pieniężnych. Często czynnikiem który dodatkowo potęguję wartość nowo powstałej organizacji jest efekt synergii, który umożliwia ponadproporcjonalny przyrost korzyści²². Bez dokonania wyceny przedsiębiorstwa przeprowadzenie powyższych operacji będzie niemożliwe. Z drugiej strony należy przyjąć kilka wariantów scenariuszy przeprowadzanych kalkulacji. Epizod Daimler-Chrysler ukazuje, że nie zawsze planowane zwiększanie wartości korporacji poprzez połączenie przedsiębiorstw prowadzi do sukcesu. Czasami bycie małym, ale elitarnym przedsiębiorstwem daje większy przyrost procentowy wartości, niż zwiększanie skali produkcji (Aston Martin produkuje jedynie 7 tys. pojazdów rocznie, a jego nabywcy planują zwiększyć wartość tego przedsiębiorstwa wprowadzając go do Formuły 1²³). Oparcie się przed masowością i standaryzacją też może stanowić o wartości marki. Obecnie dodatkowym problemem powodującym trudności w sporządzaniu wycen i szacowaniu przyszłych przepływów jest zmienność warunków spowodowana globalnym załamaniem gospodarczym. Wyceny sporządzone w okresie hossy z pewnością będą odstawać od dzisiejszych realiów rynkowych.

Literatura

1. Dobiegała-Kordyna B., Herman A., *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006
2. „Forbes” 2007, nr 1–12.
3. Grzywacz W., *Polityka Gospodarcza, US*, Szczecin 1998.
4. Herman A., Szablewski A., *Zarządzanie Wartością Firmy*, Poltex, Warszawa 1999.
5. Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
6. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2007.

²⁰ 2005 r.

²¹ Dokonano wymiany akcji w odpowiednim parytecie.

²² Połączenie ma przynieść obu bankom od 2008 r. miliard euro oszczędności rocznie. Pracę może stracić 10 tys. osób.

²³ Zob.: „Forbes” 2007, nr 12, s. 124.

Grzegorz Świszcz

7. Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003.
8. Szablewski A., Tuzimek R., *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 2004.
9. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
10. Waśniewski T., Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, FRR, Warszawa 2002.
11. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999.
12. <http://www.gielda.wp.pl>.
13. <http://www.gm.com>.
14. <http://www.gwp.pl>.
15. <http://www.money.pl>.
16. <http://www.pulsbiznesu.pl>.
17. <http://www.pwsz.nysa.pl>.

Summary

THE ISSUE OF COMPANY PRICING VALUE IN GLOBALIZATION ERA

Article describes the issue of company value in globalisation era. Relations between brand value and company's tradition, prestige and characteristics of offered products were presented in the car industry. In the next part author presented terms of casus adaptation pricing value of companies and described different types of value (market value, economic value, book value, reproduction value, goodwill value, intrinsic value, market capitalization and liquidation value). Author also presented currently used methods of pricing value and the trends in the global markets. In the end part was discussed recent method of pricing value and trends in global markets.