

Dariusz Zarzecki

Zastosowanie „reguły kciuka” w wycenie przedsiębiorstw

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 12, 261-274

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

ZASTOSOWANIE „REGUŁY KCIUKA” DO WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Wstęp

Wycena małych firm jest ważnym problemem praktycznym, o czym przesądza duża liczba takich podmiotów oraz wynikająca stąd odpowiednio duża liczba transakcji kupna-sprzedaży. 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, niekiedy zwane porównawczym². W przypadku niektórych z nich stosuje się szczególne formuły (niemal wszystkie opierają się na mnożniku przychodów), które są coraz częściej wykorzystywane do ich wyceny. Te szczególne formuły są wyprowadzane na podstawie rzeczywistych transakcji kupna-sprzedaży firm danego rodzaju lub stanowią tradycyjne sposoby uproszczonej wyceny stosowane w poszczególnych sektorach. W artykule zaprezentowano niektóre rodzaje profesjonalnych praktyk 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 du-

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.

² D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 54–58; E.A. Helfert, *Techniques of Financial Analysis*, 6th edit. Irwin, Homewood 1987, s. 337–376; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *Valuing Small Businesses & Professional Practices*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 1998, s. 596.

żej liczby obserwacji. Dla konkretnej obserwacji zasada może jednak wymagać odpowiednich korekt lub 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 wyceny³.

1. Specyfika wyceny małych i mikro przedsiębiorstw

Wielu analityków do wyceny małych firm bezkrytycznie stosuje takie same podejścia, metody i procedury, które są wykorzystywane w dużych podmiotach i wielkich korporacjach. W ten sposób pomijają wiele istotnych różnic między przedsiębiorstw tych kategorii. Identyfikacja przedmiotu wyceny jako dużej lub małej firmy czy dużej lub małej profesjonalnej praktyki jest najważniejszym etapem wstępnym w procesie wyceny.

Można mówić o trzech zasadniczych różnicach między dużymi a małymi firmami, które mają istotny wpływ na proces wyceny⁴:

- a) różnice operacyjne – opisujące sposoby zorganizowania firm (z punktu widzenia prawnego, podatkowego i formalnego, metod rejestrowania transakcji i sposobów finansowania);
- b) różnice transakcyjne – opisujące rzeczywiste sposoby nabywania i sprzedawania takich podmiotów;
- c) różnice wynikające z dynamiki rynku – odnoszące się do danych (zarówno w aspekcie ilościowym jak i jakościowym), metodologii i czynników bezpośrednio uwzględnianych w procesie wyceny.

Warto zaznaczyć, że nie ma żadnych formalnych reguł wyceny firm, które wskazywałyby na różnice między małymi a dużymi podmiotami. W tabelach 1–3 zaprezentowano najważniejsze różnice między dużymi a małymi firmami⁵.

Dla doświadczonych analityków wyceny zajmujących się małymi podmiotami różnice operacyjne, transakcyjne i wynikające z dynamiki rynku między dużymi a małymi firmami mogą mieć drugorzędne znaczenie. Różnice te i sposób, w jaki wpływają na proces wyceny nie są wcale tak oczywiste dla mniej doświadczonego analityka zajmującego się wyceną małych firm. Omówione trzy kategorie różnic zasługują na poważne potraktowanie w każdej wycenie, ale mają szczególne znacze-

³ *Ibidem*, s. 74, 75, 77, 78, 80, 81.

⁴ *Ibidem*, s. 66, 67.

⁵ *Ibidem*, s. 74, 75, 77, 78, 80, 81.

Tabela 1. Różnice operacyjne między dużymi a małymi firmami

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
1.	Dostępność finansowania długiem	Ogólnie duża dostępność finansowania obcego – jest to zasadniczo niezależne od wiarygodności kredytowej indywidualnych właścicieli kapitału	Znaczne finansowanie długiem może być niedostępne, dlatego często są stosowane 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
5.	Jakość rachunkowości	Zwyczajowo, historyczne sprawozdania finansowe są sporządzane zgodnie z przyjętymi standardami rachunkowości i 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 transakcji między spółką a poszczególnymi właścicielami jest niewiele; prowadzenie rachunkowości spółki oddzielonej od rachunkowości właścicieli jest więc proste i nie rodzi problemów	Często występują liczne transakcje między 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 zewnętrzne (a 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

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Różnice transakcyjne pomiędzy dużymi a małymi firmami

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
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 angażowany 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 angażowani są doradcy finansowi, prawnicy, księgowi, analitycy bankowi	Zwykle niewielu doradców jest angażowanych 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 niezwiązanych źródeł zewnętrznych	Często nabycie wspomagane jest przez sprzedającego i tradycyjne źródła finansowania danego biznesu (np. bank obsługujący spółkę)
8.	Struktura transakcji: akcje/udziały <i>versus</i> 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 będące osobistą własnością sprzedającego – muszą być one sprzedane oddzielnie
10.	Aspekty uwzględniane w ramach transakcji	Na ogół, rozważa się wyłącznie sprzedaż akcji spółki	Na ogół, rozważa się łączny efekt transakcji, obejmujący zapłatę za firmę, płatności z tytułu zakazu konkurencji i umowy dotyczące przejściowego zatrudnienia itp.
11.	Klauzule wiążące cenę z przyszłą dochodowością firmy (<i>earn-out</i>)	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	Firma jest sprzedawana na rynku ogólnokrajowym	Firma jest sprzedawana 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 to tak zwana 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:

- pierwsza płatność w gotówce lub akcjami w momencie nabycia,
- w późniejszym terminie kolejna płatność (lub ciąg płatności), uzależniona od osiągniętych wyników finansowych.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Różnice między dużymi a małymi firmami wynikające z dynamiki rynku

Lp.	Czynnik	Duże firmy	Małe firmy
1.	Dane dotyczące wartości porównywalnych spółek publicznych	Na ogół 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	Na ogół 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	Na ogół dane prospektywne są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny	Na ogół dane prospektywne nie są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny
4.	Dostępność szacunków wartości (np. budżetów produkcji i sprzedaży itp.) odnoszących się do firmy wycenianej	Na ogół dane prospektywne są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny	Na ogół dane prospektywne nie są dostępne dla analityków na potrzeby wyceny
5.	Szczegółowe zestawienia analityczne wszystkich aktywów materialnych i niematerialnych	Na ogół dane te są dostępne	Na ogół dane te nie są dostępne
6.	Dostępność szacunków wartości poszczególnych aktywów dokonanych przez zarząd, doradców podatkowych, rzeczoznawców itp.	Na ogół dane te są dostępne	Na ogół 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)	Na ogół identyfikacja i oszacowanie tych dyskont jest rzadziej stosowane niż w wycenie małych firm	Na ogół 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. przez 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	Na ogół dane są odpowiednie do potrzeb analityka	Często dane są okrojone i niektóre analizy nie mogą być przeprowadzone
11.	Historyczne dane operacyjne	Na ogół 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.)	Na ogół analityk ma dostęp do tych specjalistów	Na ogół 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
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 ogólnokrajowym i/lub regionalnym znajdują zastosowanie w wycenie; dane te mogą nie być łatwo dostępne

Źródło: opracowanie własne.

nie w wycenie małych, prywatnych firm. Różnice te wpływają bowiem 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. Wycena małych firm i profesjonalnych praktyk jest zatem często większym wyzwaniem niż wycena dużych podmiotów. Pozornie wydaje się to nielogiczne i trudne do akceptacji, ponieważ nowicjusze w dziedzinie wyceny często rozpoczynają swoją karierę od analizy i szacowania wartości właśnie takich podmiotów. Z dotychczasowych rozważań wynika jednak, że wycena małych firm często wymaga co najmniej takiego samego doświadczenia i wiedzy, jak wycena dużych spółek⁶.

2. Przykłady zastosowania „reguły kciuka” do wyceny praktyk profesjonalnych w USA

Biura rachunkowe

Małe biura rachunkowe zazwyczaj sprzedają swe firmy według wartości netto aktywów powiększonej o wartość *goodwill*, co spłacane w czasie odpowiada od 75 do 150% przychodów z ostatniego roku. Ta prosta formuła podlega jednak pewnym, bardziej skomplikowanym korektom.

Goodwill jest zazwyczaj kupowany, gdy nabywca płaci sprzedającemu pewien procent honorariów zebranych od klientów, którzy będą korzystać z usług firmy przez jakiś czas. Na przykład, można sporządzić na dzień sprzedaży listę dotychczasowych klientów, a kupujący i sprzedający uzgodnią, że 20% wszystkich honorariów pobieranych od tych klientów (i faktycznie przez nich uiszczonych) w ciągu następnych pięciu lat będzie przekazywane sprzedającemu swą firmę księgowemu, bezpośrednio po ich otrzymaniu. Takie porozumienie daje mnożnik przychodów na poziomie jedności ($20\% \times 5 = 1$). Dla oszacowania odpowiednika gotówkowego wartości *goodwill* na dzień sprzedaży analityk musiałby jednak dokładniej przyjrzeć się zjawisku odchodzenia klientów od firmy i zastosować odpowiednie dyskonta oczekiwanych strumieni dochodu, mając na uwadze wartość pieniądza w czasie⁷.

⁶ *Ibidem*, s. 79.

⁷ *Ibidem*, s. 605–606; G. Desmond, *Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb*, Valuation Press, Los Angeles 1994, s. 28–30.

Inną metodą wyceny *goodwill* biura rachunkowego byłoby zastosowanie odmiennego mnożnika w każdym segmencie przychodów. Ogólnie rzecz biorąc, księgowy wolałby zapłacić więcej za lojalnego klienta podlegającego audytowi lub weryfikacji sprawozdań niż za wielu niepowracających klientów proszących o doraźne doradztwo podatkowe⁸.

Gabinety dentystyczne

Zgodnie ze starą zasadą, ogólne praktyki dentystyczne sprzedawano według wartości ich sprzętu, mebli i instalacji powiększonej o wartość *goodwill* w wysokości 25–35% przychodów lub 50–100% całkowitych zysków osiąganych przez danego stomatologa. Inni analitycy stosowali mnożniki z całej gamy, od 35 do 75% przychodów, do wyceny *goodwill* oraz sprzętu, mebli i instalacji. Analitycy amerykańscy spodziewają się wzrostowego trendu omawianych wskaźników⁹.

Firmy architektoniczne i inżynierskie

W kwestiach wyceny, firmy zakładane przez inżynierów i architektów wydają się mieć więcej cech wspólnych z małym biznesem niż z profesjonalnymi praktykami. Dla takich firm, będących normalnymi korporacjami (a nie profesjonalnymi) i zatrudniającymi 50–250 osób, korekty sprawozdań finansowych są podobne do zalecanych dla małego biznesu. Firmy architektoniczne i inżynierskie mają swoje plany współdziałania pracowników w akcjach firmy, plany zakupu akcji i inne instrumenty przejściowe, które nie są spotykane w małych praktykach profesjonalnych.

W zależności od rodzaju praktyki firmy te są wyceniane według wartości aktywów netto powiększonej o 20–40% przychodów w ostatnim roku. Firmy z lojalnymi klientami będą sprzedawane drożej – bliżej górnej granicy podanego przedziału mnożników. Formuła ta powinna być stosowana ostrożnie, jako że wiele z tych firm ma niewielki *goodwill*, jeśli w ogóle go ma¹⁰.

Kancelarie prawnicze

W przeszłości w USA kancelaria prawnicza mogła być sprzedana za cenę odzwierciedlającą jedynie wartość aktywów netto. Etyka prawnicza zakazywała bowiem sprzedaży akt klientów lub *goodwill*. Niektórzy adwokaci chcący przejść na emeryturę przekazują jednak swoje sprawy nowemu adwokatowi, a potem dzielą się z nim honorarium zapłaconym przez klienta, którego sprawę przekazali.

⁸ N. Mastracchio, *How to Value a Professional Practice*, „The Practical Accountant” 1985, December; G.L. Nielsen, D.H. Hudson, *How to Value an Accounting Practice*, „National Public Accountant” 1987, February.

⁹ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 606; G. Desmond, *op.cit.*, s. 114–118.

¹⁰ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 606.

W sprawach rozwodowych wiele sądów stanowych utrzymywało, że *goodwill* powinien być wyceniany, nawet jeśli nie można go sprzedać, lecz nie ma żadnej zwyczajowo przyjętej reguły postępowania w przypadku takiej analizy.

W ostatnich latach prawa stanowe dotyczące sprzedaży kancelarii prawniczych zaczęły się zmieniać, pozwalając w wielu przypadkach na sprzedaż kancelarii. Dotychczas nie ma jednak wystarczających danych umożliwiających sensowne uogólnienia¹¹.

Gabinety lekarskie

Na wstępie należy zaznaczyć, że wśród szerokiego spektrum praktyk lekarskich istnieją spore różnice w wycenie w zależności od analizowanej specjalności.

Piętnaście czy dwadzieścia lat temu gabinety medyczne było trudno sprzedać, ponieważ względna łatwość wejścia na rynek pomniejszała ich wartość. Jednakże w warunkach obecnej nadpodaży lekarzy w wielu częściach USA i fali konsolidacji w służbie zdrowia, renomowane praktyki lekarskie sprzedają się dobrze, żądając rekompensaty również za *goodwill*¹². Generalnie, ceny tych praktyk, obejmujące sprzęt, zapasy i *goodwill*, sięgają 40–100% przychodów przez nie osiągniętych. Specjalność ma oczywiście duży wpływ na wartość mnożnika. Ceny gabinetów sporadycznych konsultacji oscylują wokół niższych wartości mnożnika, natomiast gabinety kontynuujące leczenie pacjentów przez długi okres – wokół wyższych.

Nie ma ogólnej zwyczajowej zasady odnoszącej się do wyceny samego *goodwill*. „Rejestr Goodwill”, publikacja wydawana rocznie przez Health Care Group in Plymouth Meeting, Pensylwania, zawiera jednak kompilację wycen praktyk lekarskich i dentystrycznych. Rejestr ten jest publikowany od 1981 roku. Pokazuje on ogólną sumę wartości niematerialnych i prawnych praktyk lekarskich pod wygodnym terminem *goodwill*. Te wartości niematerialne i prawne mogą zawierać na przykład korzystne umowy (np. dzierżawę „poniżej ceny rynkowej”), porozumienia antykonkurencyjne (zabraniające pracownikom zatrudnienia w konkurencyjnej firmie przez pewien okres) i wiele innych. Jak donosi „Rejestr Goodwill”, średnia wartość *goodwill* w latach 1988–1997 wśród 247 specjalności lekarskich wyniosła 35%, a mediana – 30% przychodów.

Podczas gdy „Rejestr Goodwill” jest użytecznym narzędziem, dającym pewne wytyczne, należy po nie sięgać z rozwagą. Autorzy publikacji przyznają, że nie przedstawia ona żadnej statystycznie zweryfikowanej próby żadnego rodzaju zbior-

¹¹ *Ibidem*.

¹² Sytuacja ta zapewne uległa obecnie, tj. w 2008 roku, zmianie z powodu postępującego kryzysu spowodowanego krachem na rynku kredytów hipotecznych.

rowości praktyk lekarskich. Są też inne ograniczenia. Na przykład, podane wartości *goodwill* nie zawsze są skorygowane o wartość pieniądza w czasie i inne czynniki. Również nie wszystkie pozycje odzwierciedlają faktyczne transakcje – niektóre przedstawiają wycenę na potrzeby rozwodów i do innych celów. Mając na uwadze te zastrzeżenia, można stwierdzić, że „Rejestr Goodwill” wykorzystany w połączeniu z innymi metodami i danymi do wyceny, dostarcza wiele cennych i przydatnych informacji¹³.

Gabinety optyczne

Gabinety te mogą bardziej przypominać firmy handlu detalicznego niż praktyki profesjonalne. Wynika to z faktu, że lokalizacja jest tu ważniejszym czynnikiem wartości niż w przypadku innych praktyk profesjonalnych. Ogólnie rzecz biorąc, wartość wyposażenia, zapasów, recept na okulary i *goodwill* może sięgać 40–60% przychodów osiągniętych w ostatnim roku. Analitycy sugerują korektę wyceny na podstawie analizy kształtowania się wskaźnika pacjentów przypadających na jednego optyka na danym terenie. W USA przyjmuje się, że średnio na jednego optyka przypada 9 tys. pacjentów. Wskaźnik wyraźnie różny od tej normy może mieć duży wpływ na wartość praktyki optycznej¹⁴.

Laboratoria medyczne

W USA było wiele przypadków nabycia lokalnych laboratoriów przez notowane na giełdach firmy laboratoryjne. Ceny nabycia jako ułamek przychodów zrealizowanych w ostatnim roku cechowały się szczególnie dużą zmiennością, ale znaczna większość mieściła się w przedziale 50–80% przychodów za *goodwill* i wartości aktywów netto¹⁵.

Lecznice weterynaryjne

Lecznice psów i kotów położone w atrakcyjnych miejscach mogą domagać się wysokich cen. Ogólnie, *goodwill* tych lecznic jest sprzedawany za 75–125% przychodów osiągniętych w ostatnim roku. Duże zróżnicowanie wartości *goodwill* jest zależne od łatwości transferu praktyki do nowego właściciela. To z kolei zależy od rodzaju praktyki. Praktyki weterynaryjne dla małych zwierząt są znacznie łatwiej transferowane niż praktyki dla dużych zwierząt. Te ostatnie opierają się przede wszystkim na długoterminowych relacjach osobistych i reputacji, co oznacza, że ogromna część *goodwill* jest przypisana do kluczowej osoby – właściciela, i w za-

¹³ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 607.

¹⁴ G.L. Nielsen, D.H. Hudson, *op.cit.*

¹⁵ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *op.cit.*, s. 608.

sadzie możliwość sprzedaży *goodwill* jako wartości *going concern* jest bardzo ograniczona¹⁶.

3. Zastosowanie „reguły kciuka” do wyceny małych firm innych niż praktyki profesjonalne

Profesjonalne praktyki są wyceniane według podstawowych zasad i metod ogólnie stosowanych do wyceny małych przedsiębiorstw. Są jednak pewne analityczne odmienności związane z ogólnym charakterem praktyk profesjonalnych. Wybór odpowiedniej metody wyceny w każdym przypadku w pewnym stopniu zależy od celu wyceny, charakteru praktyki i dostępności danych. Podobnie jak w wycenie innych rodzajów firm, zwyczajowe zasady ukazują tak szeroki zakres potencjalnej wartości danej praktyki, że nie można opierać się jedynie na nich. Mogą one jednakże posłużyć za weryfikację zdroworozsądkowości przyjętego podejścia.

„Reguła kciuka” może być i w praktyce jest powszechnie stosowana do wyceny tradycyjnych małych firm, których nie można określić mianem „profesjonalna praktyka”. „Reguła kciuka” jest standardowo wykorzystywana w małych firmach, za które np. Glenn Desmond przyjmuje firmy o przychodach mieszczących się w granicach od 100 tys. do 3 mln USD¹⁷.

W tabeli 4 zaprezentowano przykładowe „reguły kciuka” wyznaczone dla różnych rodzajów działalności gospodarczej (zarówno praktyk profesjonalnych jak i wszystkich pozostałych) prowadzonej na rynku amerykańskim. Warto zaznaczyć, że formuły proponowane przez różnych analityków zajmujących się wyceną małych firm dość często różnią się – i to bardzo znacznie.

Tabela 4. „Reguła kciuka” w wybranych rodzajach działalności w USA

Rodzaj działalności gospodarczej	Kod SIC*	Reguła kciuka (<i>rule of thumb</i>)	Komentarz
1	2	3	4
Agencje nieruchomości	SIC#6531	25–30% prowizji brutto	Może być zastosowana dodatkowo płatność zależna od przyszłych zysków
Agencje pośrednictwa pracy	SIC#7361	2,0–4,5 razy miesięczna sprzedaż	
Agencje reklamowe	SIC#7311	60–80% rocznych przychodów	Wskazane porównanie ze spółkami giełdowymi

¹⁶ K. Gayzer, *Pricing a veterinary practice*, „Journal of American Veterinary Medicine Association” 1990, October 1, s. 816, 817; G. Desmond, *op.cit.*, s. 293–297.

¹⁷ *Ibidem*, s. 2.

1	2	3	4
Apteki	SIC#5912	25–45% rocznej sprzedaży	Należy dodać zapasy
Bary i tawerny	SIC#5813	5–7 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Biura podróży	SIC#4724	50–100% rocznych prowizji netto	
Biura rachunkowe	SIC#8721	80–140% rocznych przychodów	Formuła zawiera już wartość aktywów trwałych
Brokerzy i agenci ubezpieczeniowi	SIC#6411	100–150% rocznych prowizji na odnowionych (kontynuowanych) polisach	
Centra rekreacyjne	SIC#7999	1–3 razy roczne przepływy pieniężne dla właściciela	
Detaliczna sprzedaż części zamiennych i akcesoriów do aut	SIC#5531	4–6 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Detaliczna sprzedaż komputerów i software	SIC#5734	60% rocznej sprzedaży	Należy dodać zapasy
Detaliczne sklepy elektrotechniczne	SIC#7311	10% rocznych przychodów	Należy dodać aktywa trwałe i zapasy
Detaliczne sklepy muzyczne	SIC#5700	2–4 razy miesięczna sprzedaż	
Detaliczne sklepy odzieżowe i obuwnicze	SIC#5651	2–4 razy miesięczna sprzedaż	Formuła zawiera już wartość aktywów trwałych; należy dodać zapasy
Dilerzy samochodów	SIC#5511	50% skorygowanych rocznych zysków	Należy dodać zapasy aut i części oraz wartość środków trwałych i wyposażenia
Fitness Center Centra fitnessu	SIC#7991	9–15 razy miesięczna sprzedaż	Formuła zawiera już wartość mebli i wyposażenia
Kawiarnie i delikatesy	SIC#5812	4–5 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Kręgielnie	SIC#7933	10–24 razy miesięczna sprzedaż	Formuła zawiera już wartość nieruchomości, pozostałych aktywów trwałych oraz licencji na sprzedaż alkoholu
Księgarnie	SIC#5942	4–6 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Kwiaciarnie	SIC#5992	3–5 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Lombardy	SIC#5932	75–100% rocznej sprzedaży	
Myjnie samochodowe	SIC#7542	Pełen serwis: równowartość rocznej sprzedaży; myjnie na monety: godziwa wartość rynkowa wyposażenia plus 7–10 tys. USD za stanowisko	
Piekarnie i ciastkarnie	SIC#2051	4 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Praktyki weterynaryjne	SIC#0742	60–120% rocznej sprzedaży	Może być zastosowana dodatkowa płatność zależna od przyszłych zysków

1	2	3	4
Pralnie chemiczne	SIC#7216	75–110% rocznej sprzedaży	Należy dodać wyposażenie pralni i zapasy
Pralnie na monety	SIC#7215	75–100% rocznej sprzedaży	Formuła zawiera już wartość mebli i wyposażenia
Restauracje <i>fast food</i>	SIC#5812	35–45% rocznej sprzedaży	
Salony piękności	SIC#7231-41	4 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Sklepy fotograficzne	SIC#7384	50% rocznej sprzedaży	
Sklepy monopolowe	SIC#5921	4 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Sklepy ogólnospożywcze typu <i>convenience stores</i>	SIC#5411	15–25% rocznej sprzedaży	Należy dodać zapasy
Sklepy z żywnością dla zwierząt	SIC#5999	50% rocznej sprzedaży	
Sklepy ze zdrową żywnością	SIC#5499	100–150% zysków rocznych właściciela	Należy dodać zapasy
Sprzedaż rowerów	SIC#5941	3–5 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Stacje benzynowe	SIC#5541	2–3 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać wartość wyposażenia i zapasy
Usługi pogrzebowe	SIC#7261	50–100% rocznej sprzedaży	Formuła zawiera już wartość aktywów trwałych
Usługi realizacji czeków	SIC#6099	50–100% rocznej sprzedaży	
Wydawcy czasopism	SIC#2711	100–150% rocznej sprzedaży	
Wyposażenie biur	SIC#5112	4 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy
Wytwórnice lodów	SIC#2024	4–6 razy miesięczna sprzedaż	Należy dodać zapasy

* SIC – Standard Industrial Classification, stosowany w USA system klasyfikacji rodzajów działalności gospodarczej.

** Jest to opisany wcześniej *earnout*: umowa, według której sprzedający firmę otrzymują przyszłe dodatkowe płatności oparte na przyszłych zyskach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Business Valuations by Industry*.
Ed. W. Jurek, Volume I, Volume IV. *Detailed Studies of Actual Businesses Sold*.
Quality Services Company, Santa Barbara 2000; G. Desmond:
Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb.
Valuation Press, Los Angeles 1994.

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* są wyprowadzane 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 przedsiębiorstw¹⁸.

Przyjmuje się, że „reguły kciuka”, gdyby były wyprowadzone z dających się obronić przesłanek ekonomicznych, mogą być zastosowane jako metoda potwierdzająca (*confirmatory method*) lub sprawdzająca (*sanity check*) wcześniej wydaną 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 toczono-go przed sądem (Neal przeciwko Alabama By-Products Corp.), w którego trakcie sąd wykorzystał wartość przypadającą na jedną tonę odzyskiwalnych rezerw węgla¹⁹.

Mimo że 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 przez zastosowanie innych, bardziej rygorystycznych metod. Zgłaszane są również pewne ostrzeżenia związane z zastosowaniem omawianej metodyki wyceny. Można je określić następująco: 1) formuły są ze swej natury ogólne; 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” z definicji bardzo upraszczają rzeczywistość. Nie pozwalają więc na ocenę wpływu różnic w sposobach prowadzenia działalności operacyjnej lub rodzajach posiadanych 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 „reguł 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 przez leasing, wymaganych unikatowych kwalifikacjach, stopniu trudności w rozpoczęciu przedsięwzięcia.

¹⁸ S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *op.cit.*, s. 316, 317.

¹⁹ R.F. Reilly, R.P. Schweihs, *The Handbook of Advanced Business Valuation*, Irwin Library of Investment and Finance, McGraw-Hill, New York 2000, s. 333.

APPLICATION OF RULES OF THUMB TO BUSINESS VALUATION

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 USD. 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.

Translated by Dariusz Zarzecki