Łukasz Kononowicz

WYCENA PRZEDSIĘBIORSTW W PROCESIE RESTRUKTURYZACJI

1. Wprowadzenie

Głównym celem finansowym przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej jest maksymalizowanie jego wartości[1]. Celowi temu podporządkowane są wszystkie aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa, zarówno o charakterze strategicznym, jak i operacyjnym. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa utożsamiana jest z maksymalizacją bogactwa jego właścicieli, co implikuje wykorzystanie kryterium wartości w ocenie różnych strategii działania, a także w ocenie bieżących wyników przedsiębiorstw i wchodzących w ich skład jednostek organizacyjnych. Właściciele są jedyną stroną, dla której maksymalizacja własnych żądań jest jednoznaczna z maksymalizacją roszczeń innych zainteresowanych grup – beneficjentów tworzonej w przedsiębiorstwie wartości dodanej. Wartość przedsiębiorstwa jest najlepszym miernikiem osiąganych przez nie wyników ekonomicznych. Przedsiębiorstwa, które nie osiągają pożądanych wyników finansowych, a więc nie maksymalizują swojej wartości, skazane są na odpływ kapitału do konkurencji i w konsekwencji na bankructwo[2].

Określenie wartości przedsiębiorstwa i stałe jej monitorowanie staje się w gospodarce rynkowej kluczowym problemem zarządzania. Jest ono możliwe dzięki wykorzystaniu wypracowanych przez naukę i zweryfikowanych przez praktykę metod wyceny. W potocznym znaczeniu wyceną nazywa się określenie

---

[1] W tak sformułowanym celu głównym przedsiębiorstwa zawiera się między innymi dążenie do maksymalizowania zysku i stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału, które determinują wielkość wolnych przepływów środków pieniężnych, stanowiących podstawę wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa.

[2] Por. *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, praca zbior. pod red. L. Bednarskiego i T. Waśniewskiego, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 307 oraz T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa 1997, s. 20.

ceny, czyli wyznaczenie stosunku pomiędzy jednostkami pieniężnymi waluty krajowej a jednostkami naturalnymi szeroko pojętych rzeczy i zjawisk gospodarczych, przy czym podstawą tego porównania jest zawsze zbiór umownych założeń[3]. Założenia te leżą u podstaw sformułowania poszczególnych metod wyceny, rozumianych jako pewien tryb postępowania zmierzający do określenia wartości przedsiębiorstwa z określonego punktu widzenia.

Celem artykułu jest przedstawienie metod wyceny przedsiębiorstw i ich majątku stosowanych w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw.

Przedsiębiorstwo jako najstarszy przejaw aktywności gospodarczej człowieka stanowi specyficzny agregat celów, funkcji i sposobów ich realizacji. Przedsiębiorstwo jako przedmiot wyceny jest zorganizowanym zbiorem składników o charakterze materialnym i niematerialnym[4], zorientowanym na takie ich zastosowanie, aby w maksymalnym stopniu wykorzystać ich wartość użytkową, czyli zdolność do przynoszenia dochodów. Wycena przedsiębiorstwa jest wypadkową wartości: jego majątku oraz stopnia zorganizowania jego składników z punktu widzenia zdolności do przynoszenia dochodów[5].

2. *Restrukturyzacja jako przesłanka wyceny przedsiębiorstwa*

Rozwój przedsiębiorstwa jest uwarunkowany możliwością przełamywania zewnętrznych i wewnętrznych barier wzrostu.

Zewnętrzne ograniczenia wzrostu związane są z prowadzeniem działalności gospodarczej w określonym otoczeniu makro i mikroekonomicznym. Polityka gospodarcza państwa, na którego terytorium zlokalizowane są siedziba i rynki zbytu przedsiębiorstwa, a także zachowania klientów i konkurencji, zmuszają przedsiębiorstwo do podejmowania różnych działań mających na celu zapewnienie ciągłości działania i wzrostu.

Wewnątrz przedsiębiorstwa pojawiają się napięcia i konflikty, u podstaw których leżą określona organizacja i współdziałanie jego składników materialnych i niematerialnych mające zapewnić realizację celów strategicznych i operacyjnych. Zachwianie zewnętrznej i wewnętrznej równowagi przybiera niejedno-

[3] J. Górski, *Poznawcze metody rachunkowości*, PWE, Warszawa 1975, s. 120.

[4] Podobną definicję przedsiębiorstwa zawiera art. 55^1 *Kodeksu cywilnego*.

[5] Od wyceny przedsiębiorstwa należy odróżnić więc wycenę jego majątku, która określa jedynie prostą sumę wartości poszczególnych składników majątkowych. Por. A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji*, Zeszyty Naukowe AE W Poznaniu, Zeszyt 114, Poznań 1993, s. 33.

krotnie charakter kryzysu, którego przezwyciężenie staje się warunkiem koniecznym przetrwania przedsiębiorstwa[6].

Restrukturyzacja jest procesem radykalnych zmian w co najmniej jednym spośród trzech wymiarów organizacji, tzn. zakresie działania, strukturze kapitałowej lub organizacji wewnętrznej, których celem jest przywrócenie przedsiębiorstwu równowagi wewnętrznej i równowagi z otoczeniem. Restrukturyzacja obejmuje wiele transakcji powodujących wielokierunkową zmianę zakresu i zasięgu działania organizacji, np. sprzedaż części przedsiębiorstwa w celu ograniczenia zasięgu działania, połączenie z innym przedsiębiorstwem lub jego przejęcie w celu ekspansji, zmianę struktury kapitałowej, prywatyzację czy wreszcie zmianę organizacji wewnętrznej przedsiębiorstwa.

Restrukturyzacja jest zmianą rewolucyjną pozwalającą na wyzwolenie potencjału ukrytego w przedsiębiorstwie. Wysoki stopień skomplikowania, wieloaspektowość i niepewność towarzyszące restrukturyzacji sprawiają, że składa się ona z wielu skoordynowanych w czasie zmian stopniowych[7]. Należy jednocześnie zaznaczyć, że proces restrukturyzacji konkretnego przedsiębiorstwa jest procesem wyjątkowym, silnie osadzonym w kontekście jego działania.

Zgodnie z koncepcją funkcjonowania przedsiębiorstwa zorientowaną na maksymalizację wartości, kryterium efektywności dokonywanych zmian stanowi jego wartość. Każdy etap procesu restrukturyzacji jest oceniany przez pryzmat wpływu dokonywanych zmian na wartość przedsiębiorstwa.

W procesie restrukturyzacji mogą być stosowane równocześnie trzy znane podejścia do wartości przedsiębiorstwa oraz jej wyceny: podejście majątkowe, podejście dochodowe oraz podejście mieszane.

Podejście majątkowe wiąże wartość przedsiębiorstwa wyłącznie z jego materialną substancją. Majątkowe metody wyceny pozwalają na określenie wartości przedsiębiorstwa jako prostej sumy jego składników majątkowych, bez uwzględnienia wpływu efektów ich zorganizowania. Podejście majątkowe nie różnicuje przedsiębiorstw na działające efektywnie i przynoszące straty.

W podejściu dochodowym wartość przedsiębiorstwa określana jest przez pryzmat jego pozycji rynkowej. Podstawą wyceny są dochody, które w określonym czasie przedsiębiorstwo jest lub będzie w stanie przynosić. Wyniki wyceny w ujęciu dochodowym pozostają więc pod dużym wpływem sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa.

---

[6] Szerzej: J. W. Gościński, *Cykl życia organizacji*, PWE, Warszawa 1989.

[7] Por. Z. Sapijaszka, *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*, PWN, Warszawa 1996, s. 8.

Podejście mieszane do wyceny przedsiębiorstw stanowi kompromis pomiędzy podejściem majątkowym i dochodowym. Mieszana wycena przedsiębiorstwa pozwala na uwzględnienie zarówno wartości jego materialnych, jak i niematerialnych składników majątku, a także wzajemnych oddziaływań przedsiębiorstwa z otoczeniem.

W obrębie wymienionych podejść do wyceny wartości przedsiębiorstwa wyróżnia się w literaturze różne metody wyceny, z których najbardziej znaną jest typologia przedstawiona przez M. Kufla. Dzieli on metody wyceny na grupy metod majątkowych, dochodowych i mieszanych i w ramach każdej z grup wyróżnia[8]:

• metody majątkowe:
– metoda księgowa,
– metoda odtworzeniowa,
– metoda likwidacyjna (upłynnienia);

• metody dochodowe:
– metody wyceny na podstawie zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych i zysków,
– metody wyceny wielokrotnej;

• metody mieszane:
– metody wyceny na podstawie wartości netto i nadwartości (metoda niemiecka, metoda anglosaksońska, metoda szwajcarska),
– metody wyceny na podstawie aktywów oraz stopy pomnażania wartości.

W każdym zastosowaniu wyceny przedsiębiorstw, w tym także w procesie restrukturyzacji, o wyborze metod wyceny decydują: cel i funkcje dokonywanej wyceny, podmiot, z punktu widzenia którego dokonuje się wyceny, sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa oraz sytuacja społeczno-ekonomiczna regionu i kraju, w którym funkcjonuje wyceniane przedsiębiorstwo. W procesie restrukturyzacji szczególne znaczenie dla określenia stosowanych metod wyceny mają cel dokonywanej wyceny oraz sytuacja ekonomiczna wycenianego przedsiębiorstwa lub jego części. Jednocześnie niemożliwe jest dokonanie wyboru metody wyceny na podstawie tylko jednego z wymienionych kryteriów, gdyż warunkują się one wzajemnie i muszą być rozpatrywane łącznie.

Wieloaspektowe i wielokierunkowe zmiany dokonywane w przedsiębiorstwie powodują konieczność przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa w działaniu, wyceny przedsiębiorstwa po dokonaniu określonych zmian organizacyjnych oraz wyceny przedsiębiorstwa lub jego części w celu przeniesienia praw własności.

[8] M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wyd. Park, Bielsko-Biała 1992, s. 18.

Każda z wymienionych przesłanek prowadzi do wyboru innej metody wyceny i w rezultacie określenia innej wartości przedsiębiorstwa.

W przypadku gdy przedsiębiorstwo jest rentowne i zapewnia właścicielowi minimalny, pożądany przez niego poziom dochodu[9], wycena przedsiębiorstwa może być dokonana przy wykorzystaniu jednej z dochodowych metod wyceny. Wartość przedsiębiorstwa stanowi wówczas sumę zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych generowanych w możliwym do określenia horyzoncie prognozy oraz wartości końcowej przedsiębiorstwa w ostatnim okresie objętym prognozą. Wartość przedsiębiorstwa oszacowana metodą dochodową jest wielkością wysoce subiektywną, wynikającą z założeń przyjętych przez osobę dokonującą wyceny. Wielkość wolnych przepływów pieniężnych zależy od przewidywanego wolumenu produkcji i sprzedaży, cen i stawek kosztów, poziomu stóp procentowych kształtujących przewidywany koszt pozyskania kapitału na finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa zależy także od niezwykle trudnej do oszacowania, bo wykraczającej poza możliwy do prognozowania okres, wartości końcowej, która może przyjąć tzw. *terminal value,* jeśli przedsiębiorstwo będzie działać także w dalszej przyszłości, poza horyzontem prognozy, lub tzw. *residual value*, jeśli po okresie prognozy przedsiębiorstwo zostanie zlikwidowane. Sporną kwestią jest także ustalenie wysokości stopy dyskontowej, na poziom której wpływa prognoza kształtowania się stóp procentowych, stopień ryzyka w branży, przewidywany stan koniunktury w kraju, ryzyko specyficzne funkcjonowania przedsiębiorstwa, stopa zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka oraz wiele innych czynników[10]. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa metodą dochodową w warunkach niestabilności gospodarki i wysokiej inflacji jest więc niezwykle trudne i obarczone dużą dozą subiektywizmu.

W odniesieniu do przedsiębiorstw, których akcje znajdują się w publicznym obrocie, możliwe jest zastosowanie dochodowych metod wyceny wielokrotnej opartych na wskaźnikach rynku kapitałowego, w tym wyceny według relacji cen i zysków, wyceny na podstawie dywidendy lub innych metod mnożnikowych. Precyzja ustalenia wartości przedsiębiorstwa zależy wówczas przede wszystkim od stopnia rozwoju rynku kapitałowego w danym kraju[11].

---

[9] Wymagany poziom dochodu określony jest stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału przewyższającą koszt jego pozyskania.

[10] Por. Z. Podgórski, *Sporne kwestie wyceny wartości przedsiębiorstwa*, „Serwis Finansowo-Księgowy" nr 4 (42).

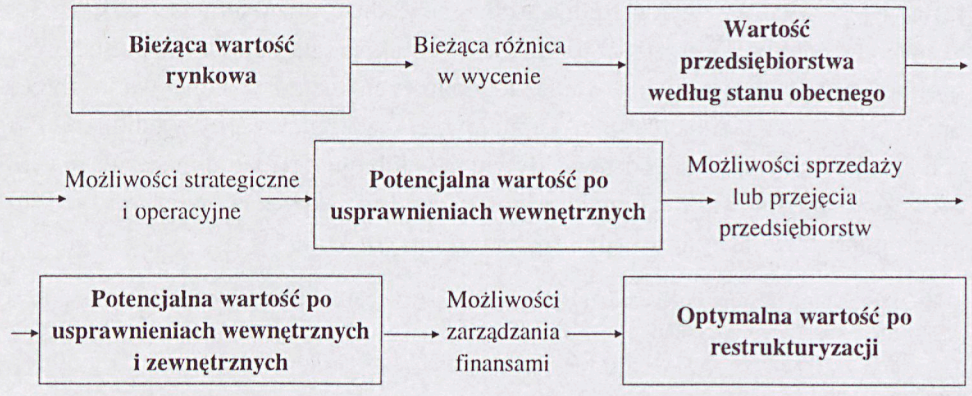
[11] Szerzej: B. Cornell, *Corporate Valuation, Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, IRWIN Professional Publishing, Chicago 1993, s. 34–99 oraz R. Buchner, J. Englert, E. Pielichaty, *Wycena przedsiębiorstw drogą ich porównań*, „Rachunkowość" 1996, nr 4.

W przypadku gdy składniki majątku przedsiębiorstwa są tak zorganizowane, że w sposób trwały nie są w stanie zapewnić właścicielowi pożądanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, wartość przedsiębiorstwa sprowadza się jedynie do sumy możliwej do uzyskania ze sprzedaży poszczególnych składników majątkowych lub zorganizowanych części przedsiębiorstwa. Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstwa pozwalają wówczas na ustalenie likwidacyjnej wartości jego majątku, niejednokrotnie niższej od wartości księgowej, której obiektywizacja dokonuje się w poszczególnych transakcjach kupna-sprzedaży. Likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa określana jest często jako dolna granica jego wyceny.

Nierentowne przedsiębiorstwo może jednak przynosić określone korzyści w wyniku włączenia jego poszczególnych składników majątkowych, zorganizowanych części lub całości w łańcuch tworzenia wartości innego przedsiębiorstwa – nabywcy. Sprzedający uzyskuje w takiej sytuacji cenę sprzedaży przewyższającą wartość rynkową majątku sprzedawanego przedsiębiorstwa. Dla nabywcy różnica pomiędzy ceną nabycia i wartością rynkową majątku nabywanego przedsiębiorstwa stanowi aktywowaną w bilansie „wartość firmy"[12].

Ocena wpływu poszczególnych działań restrukturyzacyjnych na wartość przedsiębiorstwa wymaga przeprowadzenia jego wyceny w każdym przypadku w innych warunkach i w innym celu. Każdy etap restrukturyzacji wymaga zastosowania różnych, często jednocześnie, metod wyceny.

Ramowy plan restrukturyzacji przedsiębiorstwa można przedstawić w formie następującego schematu:



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 35.

[12] Szerzej: A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 51–74.

W przedstawionym przykładzie restrukturyzacji wycena przedsiębiorstwa służy określeniu kierunków podejmowanych działań z punktu widzenia maksymalizowania wartości dochodowej całego przedsiębiorstwa. Porównanie wartości dochodowej przedsiębiorstwa przed i po dokonaniu określonych usprawnień wewnętrznych i zewnętrznych oraz skonfrontowanie tej wartości z możliwą do uzyskania ceną sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego części wyznacza zakres i zasięg dokonywanych zmian.

Bieżąca wycena dochodowa wartości przedsiębiorstwa pozwala określić rzeczywistą efektywność jego funkcjonowania i porównać ją z wynikami podobnych przedsiębiorstw działających w branży. Oszacowana różnica wartości wyznacza zakres zmian niezbędnych do dokonania.

Opierając się na prognozie potencjalnych możliwości strategicznych i operacyjnych, rezerw tkwiących we wnętrzu przedsiębiorstwa, oszacowana zostaje docelowa wartość przedsiębiorstwa, której osiągnięcie stanowi cel podejmowanych usprawnień wewnętrznych. Usprawnienia wewnętrzne polegają na dokonaniu zmian organizacyjnych i technologicznych oraz podjęciu określonych działań marketingowych zmierzających do poprawy prognozowanych wyników finansowych przedsiębiorstwa.

W przypadku gdy – w odniesieniu do całości lub części przedsiębiorstwa – osiągnięcie pożądanej poprawy wyników nie jest możliwe, poszukuje się rezerw ukrytych w otoczeniu przedsiębiorstwa. Podejmowane wówczas usprawnienia zewnętrzne polegają na poszukiwaniu i ocenie możliwości sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego części cechujących się trwałym brakiem rentowności lub możliwości połączenia się z innym przedsiębiorstwem lub jego przejęcia. Ocenia się również możliwość zbycia majątku nieprodukcyjnego w postaci ośrodków wypoczynkowych, szkoleniowych, przychodni przyzakładowych, ambulatoriów lub stołówek.

Trwale nierentowne przedsiębiorstwo wyceniane jest przy wykorzystaniu likwidacyjnej metody wyceny. Wartość przedsiębiorstwa ustalona na podstawie możliwych do uzyskania cen sprzedaży składników jego majątku przewyższa bowiem jego wartość dochodową.

Ocena możliwości przeprowadzenia fuzji lub przejęcia wymaga porównania wpływu wspomnianych transakcji na dochodową wartość przedsiębiorstwa z ustalonym parytetem wymiany akcji (udziałów) w przypadku połączenia lub negocjowaną ceną nabycia, albo ceną, po której zostały dokonane transakcje kupna-sprzedaży porównywalnych przedsiębiorstw, w przypadku przejęcia[13].

[13] Por. A. Przewrocki, *Łączenie spółek kapitałowych*, Kantor Wyd. „Zakamycze", Kraków 1996, s. 51–55.

Dokonana wycena pozwala na podjęcie i realizację działań umożliwiających osiągnięcie przez przedsiębiorstwo potencjalnej wartości po usprawnieniach wewnętrznych i zewnętrznych.

Osiągnięte dzięki dokonanym usprawnieniom wewnętrznym i zewnętrznym finansowe efekty restrukturyzacji wymagają ciągłego kontrolowania wartości przedsiębiorstwa oraz podejmowania działań z zakresu szeroko pojętego strategicznego i operacyjnego zarządzania finansami przedsiębiorstwa w celu utrzymania przedsiębiorstwa w równowadze gwarantującej jego przetrwanie i rozwój.

3. *Wycena przedsiębiorstw nierentownych*

W procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw niejednokrotnie występuje konieczność wyceny jednostek nierentownych w celu określenia ich wartości w działaniu oraz potencjalnych korzyści wynikających z możliwości ich sprzedaży.

Rentowność przedsiębiorstwa powinna być określana przez pryzmat uzyskiwanej przez właściciela stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Przedsiębiorstwa rentowne cechuje w takim ujęciu osiąganie stopy zwrotu z zainwestowanego przez właściciela kapitału na poziomie przewyższającym stopy zwrotu możliwe do osiągnięcia z alternatywnych inwestycji. W praktyce za podstawę oceny efektywności dokonanej inwestycji w przedsiębiorstwo przyjmuje się średni ważony koszt kapitału, stanowiący sumę kosztu kapitału własnego i kosztu kapitału obcego ważonych ich udziałem w strukturze finansowania. Określona w ten sposób minimalna dla przedsiębiorstwa stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału może być niższa od stopy zwrotu z walorów pozbawionych ryzyka powiększonej o premię za ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa, przyjmowanej powszechnie za rynkową normę efektywności inwestycji, ze względu na specyfikę branży, w której działa przedsiębiorstwo, stawiane przed nim cele oraz źródła jego finansowania[14].

Przedsiębiorstwa, które ponoszą straty z prowadzonej działalności, oraz te, w których osiągana stopa zwrotu kształtuje się na poziomie niższym od średniego ważonego kosztu kapitału, należy traktować jako przedsiębiorstwa nierentowne. M. Kufel wyróżnia cztery grupy przedsiębiorstw nierentownych[15]:

[14] W polskiej gospodarce średni ważony koszt kapitału kształtuje się często na takim poziomie w przedsiębiorstwach użyteczności publicznej działających na częściowo regulowanym przez państwo rynku oraz w przedsiębiorstwach państwowych przekształconych w spółki pracownicze w drodze leasingu prywatyzacyjnego.

[15] Por. M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw nierentownych*, „Rachunkowość" 1994, nr 7–8.

BIBLIOTEKA AE

- przedsiębiorstwa o trwałej stracie finansowej,
- przedsiębiorstwa o przejściowej stracie finansowej,
- przedsiębiorstwa o trwałej rentowności poniżej średniego ważonego kosztu kapitału,
- przedsiębiorstwa o przejściowej rentowności poniżej średniego ważonego kosztu kapitału.

Przedsiębiorstwa przynoszące straty finansowe z punktu widzenia zachowania wartości zaangażowanego przez właściciela kapitału niezdolne są do kontynuowania działalności. W tej sytuacji stawiane są w stan likwidacji w celu możliwie szybkiego upłynnienia majątku i zaspokojenia roszczeń wierzycieli. Wartość likwidowanego przedsiębiorstwa jest sumą przychodów, jakie można będzie uzyskać ze sprzedaży jego majątku, pomniejszonych o koszty postępowania likwidacyjnego i wydatki ponoszone na ich spieniężenie. Okres, w którym dokonywana jest likwidacja przedsiębiorstwa, często przekraczający jeden rok obrotowy, wymaga zdyskontowania osiąganych wpływów z wyprzedaży majątku przy użyciu współczynnika dyskonta opartego na wspomnianej rynkowej normie efektywności.

Rentowność przedsiębiorstwa kształtująca się na trwale niższym poziomie od pożądanego, czyni z niego inwestycję ekonomicznie nieefektywną i nieatrakcyjną dla właściciela. Inwestowanie w takie przedsiębiorstwo kapitału prowadzi do utraty przez niego korzyści, które uzyskałby lokując środki w inne inwestycje. Wartość dochodowa przedsiębiorstw o niskiej rentowności znacznie odbiega od ich wartości majątkowej i powstaje wówczas wątpliwość, w którym miejscu tego przedziału znajduje się rzeczywista wartość przedsiębiorstwa.

W praktyce do wyceny wartości przedsiębiorstw o niskiej rentowności wykorzystuje się mieszane metody wyceny, z których do najczęściej stosowanych należą:

- metoda Schnettlera,
- metoda średniej wartości i jej szwajcarska odmiana.

Metoda Schnettlera opiera się na założeniu, iż w wyniku sprzedaży przedsiębiorstwa po niższej cenie niż wartość jego majątku przyszły właściciel pozyskuje potencjalne źródło zysku. Zaniżona cena nabycia składników majątku pozwoli potencjalnemu nabywcy na dokonywanie niższych niż dotychczasowemu właścicielowi odpisów amortyzacyjnych, a więc zwiększenie osiąganego zysku. W rezultacie wartość przedsiębiorstwa stanowi sumę wyrażonych w formie wiecznej renty wartości dochodowej osiąganego przez przedsiębiorstwo zysku oraz rocznych oszczędności z tytułu różnicy pomiędzy aktualną wartością majątku a ceną jego nabycia przez potencjalnego nowego właściciela (rocznych oszczęd-

ności w dokonywanych odpisach amortyzacyjnych). Metoda Schnettlera jest krytykowana za przyjęcie za element wartości przedsiębiorstwa ewentualnych korzyści finansowych, jakie mogą wystąpić po sprzedaży przedsiębiorstwa po cenie niższej od wartości bilansowej majątku, a także ze względu na nieprawdziwość założenia, iż wartość majątkowa przedsiębiorstwa zawsze odpowiada jego wartości księgowej.

Stosując metodę średniej wartości, zwaną od nazwiska autora metodą Schmalenbacha, wartość przedsiębiorstwa ustala się jako średnią arytmetyczną wartości dochodowej i majątkowej. W takim ujęciu wartość przedsiębiorstwa kształtowana jest w równej mierze przez sumę wartości składników jego majątku oraz ich zdolność do przynoszenia właścicielowi dochodu. Wykorzystana w wycenie wartość majątkowa odzwierciedla skorygowaną o ukryte rezerwy wartość bilansową majątku. Wartość dochodowa natomiast traktowana jest jako wieczna renta. Metodzie Schmalenbacha zarzuca się niejednokrotnie, że zbyt małą wagę przypisuje się w niej dochodowemu potencjałowi przedsiębiorstwa. Naprzeciw tej krytyce wychodzi szwajcarska odmiana metody średniej wartości, w której wartość przedsiębiorstwa określana jest jako średnia ważona wartości majątkowej i wartości dochodowej, przy czym wartość dochodowa posiada podwójną wagę.

Przedsiębiorstwa przejściowo ponoszące straty z prowadzonej działalności gospodarczej lub przejściowo osiągające rentowność poniżej pożądanej efektywności mają szansę stać się w wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji jednostkami rentownymi.

Jeżeli osiągnięcie pożądanego stanu rentowności możliwe jest bez konieczności poniesienia dodatkowych nakładów, co w praktyce zdarza się rzadko, wartość przedsiębiorstwa może być określona jako suma zdyskontowanych wartości: majątku w ujęciu materialnym; negatywnej reputacji (*badwill*), będącej sumą różnic pomiędzy przewidywanymi rocznymi wynikami finansowymi po przeprowadzeniu restrukturyzacji a wynikiem finansowym w okresie przed restrukturyzacją oraz pozytywnej reputacji (*goodwill*), pojawiającej się po przeprowadzeniu restrukturyzacji. Znaczące nakłady inwestycyjne ponoszone w procesie restrukturyzacji po zdyskontowaniu zwiększają tak określoną wartość przedsiębiorstwa.

W przypadku gdy niemożliwe jest przeprowadzenie restrukturyzacji przedsiębiorstwa, w szczególności z powodu braku kapitału niezbędnego do zainwestowania, przedsiębiorstwo traktowane jest jako trwale nierentowne. Wartość przedsiębiorstwa wyznacza wówczas wartość likwidacyjna, gdy przynosi ono straty, lub wartość ustalona w oparciu o szwajcarską metodę średniej wartości.

4. Podsumowanie

Wybór wartości przedsiębiorstwa jako podstawowego kryterium oceny jego funkcjonowania warunkuje wykorzystywanie określonych narzędzi i procedur umożliwiających jej kształtowanie i mierzenie. Funkcje takich procedur spełniają metody wyceny oparte na majątkowym, dochodowym i mieszanym podejściu do wartości przedsiębiorstwa.

Rozwój przedsiębiorstwa wymaga nieustannego dokonywania usprawnień wewnętrznych i zewnętrznych mających na celu maksymalizowanie jego wartości. Usprawnienia te przybierają niekiedy charakter rewolucyjnych, wielokierunkowych zmian w zakresie i zasięgu działania przedsiębiorstwa. Każda z przeprowadzanych zmian powinna być oceniana z punktu widzenia jej wpływu na wartość przedsiębiorstwa, prowadząc do akceptacji zmian powodujących zwiększenie tej wartości oraz do eliminacji zmian powodujących jej zmniejszenie.

Wybór metody wyceny właściwej dla określonego przypadku restrukturyzacji zależy od celu przeprowadzanych zmian, podmiotu dokonującego wyceny oraz sytuacji ekonomicznej restrukturyzowanego przedsiębiorstwa. Największe znaczenie należy przypisać przy tym ostatniemu z wymienionych czynników, który w odniesieniu do najczęściej restrukturyzowanych przedsiębiorstw nierentownych decyduje o zastosowaniu jednej z odmian mieszanych metod wyceny.

Wycena przedsiębiorstwa w procesie restrukturyzacji prowadzona wieloma, często jednocześnie, metodami pozwala na porównywanie efektów każdego etapu usprawnień w przedsiębiorstwie dla właściciela z innymi sposobami zastosowania kapitału.

Łukasz Kononowicz

CORPORATE VALUATION FOR RESTRUCTURING PROCESS (Summary)

The major goal of corporate management in modern market economy is maximization of corporate value. The corporate value can be applied as the criterion to estimate every strategical and operational business decision. Theoretically described and practically proved methods of corporate valuation seem today as key tools for effective corporate financing management.

The corporate valuation gains special importance, when the company is to override some internal and external barriers of its growth. The appearance of those barriers forces the company to restructuring its business activity throughout radical multidirectional changes. Results of every change:

changes in internal organisation, change in structure of capital, sale the part of company, marger or aquisition, require to measure their influence on corporporate value.

Industrial restructuring require to apply all known approaches to corporate valuation: the book value approach, the stock and debt approach and the discounted cash flow approach. The choice of valuation method in restructuring processes is especially limited by the aim of valuation and economic situation of valuating company.

This article focuses on methods of corporate valuation applied in restructuring processes.