

*Jakub Marszałek**

OPLACALNOŚĆ TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ JAKO BARIERA KONSOLIDACJI KAPITAŁOWEJ

1. WSTĘP

Znaczący wpływ na podjęcie decyzji o nabyciu przedsiębiorstwa lub przejęciu nad nim kontroli ma szeroko rozumiana opłacalność całej transakcji. Pojęcie opłacalności jest bardzo pojemnym znaczeniowo terminem, jednak wszystkie jego interpretacje sprowadzają się do stwierdzenia, zgodnie z którym opłacalność jest synonimem przynoszenia zysku lub uzyskania korzyści¹. Oznacza to, że działania konsolidacyjne tylko wtedy należy uznać za opłacalne, jeśli są one korzystne dla podmiotu. Miarą takiej korzyści jest zysk z prowadzonej działalności. Warto zauważyć, że tak rozumiana opłacalność sprowadza wiele różnorodnych elementów działalności spółek do wspólnego mianownika, jakim jest wynik finansowy. Wszystkie motywy podejmowania konsolidacji, może z wyjątkiem menedżerskich, mają na celu osiągnięcie zysku. Obniżanie kosztów, wzrost udziału rynkowego czy wprowadzanie innowacji, nawet jeżeli odnoszą się do rywalizacji sektorowej, to i tak w końcu oceniane są przez pryzmat dochodu, niezbędnego do dalszego działania.

Celem poniższego artykułu jest wykazanie, że tak istotny dla konsolidacji parametr, jak opłacalność transakcji, jest niezwykle trudny do oszacowania ze względu na silne związki, łączące go z pojęciem wartości przedsiębiorstwa, której wyznaczenie komplikuje rozbieżność poglądów na temat źródeł pochodzenia wartości w podmiocie gospodarczym. Trudności z określeniem miary opłacalności nabycia spółki mogą, zdaniem autora, znacząco ograniczyć działania konsolidacyjne z uwagi na niedostateczną wiedzę o przyszłości zintegrowanego podmiotu.

* Dr w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem UŁ.

¹ *Słownik języka polskiego*, PWN, Warszawa 1981, s. 529.

2. KRYTERIA OPLACALNOŚCI NABYCIA

Spółka, decydując się na konsolidację, określa cele, jakim służy wzrost zewnętrzny, ale zawsze oczekuje wymiernych efektów podejmowania ryzyka, mających swe odbicie w przyszłych zyskach. Problemem, z jakim musi się uporać, jest właściwe oszacowanie poziomu dochodu, jaki może być osiągnięty dzięki ekspansji, gdyż tylko wtedy możliwe staje się określenie maksymalnej wartości nakładów inwestycyjnych, jakie można ponieść. Zadanie to okazuje się wyjątkowo trudne z uwagi na konieczność porównania wielkości mierzalnych (jak nakłady) i niemierzalnych (jak zadowolenie konsumentów), które dodatkowo mają dopiero nastąpić. Może się zatem okazać, że pełna ocena opłacalności *ex ante* jest niemożliwa z uwagi na wielość metod prognozowania oraz trudne do określenia zmiany stosunków rynkowych, jakie nastąpią po konsolidacji.

Mimo tych trudności, podmioty muszą przyjąć określone kryteria, w oparciu o które będą próbowały przewidzieć przyszłe zdarzenia rynkowe i wynikające z tego korzyści, które powinny przynieść zysk. Zakres takiej analizy może być dowolnie szeroki, jednak należy zauważyć, że próba objęcia nią wszystkich potencjalnych czynników stwarza trudności oszacowania, natomiast zawężenie rozumowania do czynników wymiernych zubaża analizę, co może w niektórych przypadkach prowadzić do błędnych wniosków. Wybór stopnia szczegółowości prognozy zależy zatem od konkretnego przypadku planowanej konsolidacji i powinien uwzględniać możliwie dużo czynników, pozwalających oszacować ich wpływ na opłacalność transakcji.

Analizą, która najszerzej traktuje problem wartości przedsiębiorstwa, jest *due dilligence*. Spektrum jej zainteresowań prezentowane jest niezwykle obszernie: od oceny szeroko rozumianej zdolności kredytowej podmiotu², poprzez weryfikację sprawozdań finansowych spółki będącej celem przejęcia³, wycenę przedsiębiorstwa w celu zainwestowania w niego części kapitału o podwyższonym ryzyku⁴, po najszerzej pojmowaną analizę przedsiębiorstwa wraz z jego otoczeniem⁵. W ostatniej z wymienionych interpretacji analiza finansowa czy fundamentalna jest elementem *due dilligence* i definiowanie zakresu tego terminu jest utrudnione z uwagi na specyfikę określonej transakcji. Dokładne znaczenie *due dilligence* brzmi „należyta pilność”, co należy rozumieć jako ogół działań, mających na celu możliwie precyzyjną ocenę

² Definicję taką prezentuje R. Patterson, *Kompendium terminów bankowych*, Business Press, Warszawa 1999, s. 347.

³ P. H. Collin, K. Bartnicki, *Słownik bankowości i finansów*, Peter Collin Publishing, Wydawnictwo Wilga, Warszawa 2000, s. 113.

⁴ G. Bannock, W. Manser, *Dictionary of Finance*, Penguin Books, London 1995, s. 90.

⁵ M. Bryx (red.), *Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości w Polsce*, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej SGH, Warszawa 2001, s. 197.

nabywanego przedsiębiorstwa. Spełnienie tego postulatu wymusza przeprowadzenie analizy, wykraczającej swym działaniem poza zestawienie poszczególnych wielkości sprawozdań finansowych, jak ma to miejsce w analizie fundamentalnej, zbliżając ją raczej do analizy strategicznej w stopniu, który pozwala na uzyskanie wymiernych wniosków. Dlatego też ocena podmiotu, będącego celem nabycia, powinna uwzględniać następujące jego obszary funkcjonalne⁶:

- branżę, w której spółka funkcjonuje – konieczne jest określenie: cyklu życia sektora, perspektyw jego rozwoju, struktury podażowej i popytowej, występowania zjawisk sezonowych lub koniunkturalnych, bariery wejścia i wyjścia sektora, natężenia konkurencji wewnątrz niego, istniejących grup strategicznych;

- specyfikę przedmiotu działalności, obejmującą opis procesu wytwarzania podaży, związki między produktami, zależność podaży od zewnętrznych pozwoleń, wynikających z praw patentowych lub koncesjonowania danej działalności;

- standing finansowy – określony przez wyniki badania sprawozdań finansowych, stosowaną politykę cenową oraz ponoszone koszty; osobna uwaga powinna zostać skupiona na źródłach finansowania spółki, wielkości zobowiązań oraz ryzyku prowadzonej działalności;

- prowadzoną politykę podatkową, której ocena będzie polegać z jednej strony na kontroli właściwego regulowania zobowiązań podatkowych, z drugiej strony skupiać się na wykorzystaniu osłon i ulg podatkowych;

- analizę prawną – obejmującą ocenę statusu prawnego spółki, posiadane prawa własności rzeczy materialnych, jak i niematerialnych, udzielone gwarancje i poręczenia, toczące się postępowania sądowe z udziałem spółki, konflikty z instytucjami państwowymi, analizującymi zawarte kontrakty handlowe; istotne może też okazać się zbadanie zapisów statutu, dotyczących warunków sprawowania władzy w spółce, uprzywilejowania akcjonariuszy czy też umowy zawarte z podmiotami zależnymi lub stowarzyszonymi;

- politykę personalną, a zwłaszcza strukturę i wielkość zatrudnienia, posiadany potencjał kadrowy, jego kompetencje i umiejętności, sposób wynagradzania pracowników, szczególne systemy motywacyjne, jak również charakter związków interpersonalnych między pracownikami;

- posiadane zasoby techniczne i technologiczne, oceniane przez pryzmat ich zużycia technicznego i ekonomicznego oraz ewentualne koszty dostosowania tego zasobu do wymogów rynku; w pewnych sytuacjach ta część analizy może być wykorzystana do oszacowania dodatkowego dochodu,

⁶ Opracowano na podstawie: M. Bryx (red.), *op. cit.*, s. 197–198; W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 141–150; A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1998, s. 37–69.

jaki może być uzyskany przez zmianę profilu działalności i sprzedaż aparatu wytwórczego lub jego restrukturyzację, dokonywaną poprzez zbycie części niewykorzystywanych zasobów;

- istniejące struktury organizacyjne, analizowane głównie przez koszt ich utrzymania oraz uzyskiwaną efektywność;

- wykorzystanie informacji, dotyczących spółki – ocena ta dotyczy zarówno sposobów i kosztów zbierania, gromadzenia i analizowania danych wewnętrznych, jak również tych pochodzących z jej otoczenia.

Podstawowym problemem opisywanej analizy jest jej praktyczne wykorzystanie, co wiąże się z koniecznością przeniesienia opracowanych wniosków na określone wielkości liczbowe, które z kolei pozwolą dokonać analizy opłacalności konsolidacji. Precyzja oceny w dużej mierze zależy od warunków, w jakich dokonuje się transakcja. W przypadku fuzji bądź przejęcia o niskim stopniu agresji, spółka nabywająca może liczyć na udostępnienie wszelkich potrzebnych danych. Gdy jednak transakcja przeprowadzana jest bez wiedzy lub zgody drugiego podmiotu, informacje będą kompletne jedynie w stopniu narzuconym przez prawo. Wydaje się, że druga z wymienionych sytuacji będzie występować częściej, a już z pewnością będzie w większym stopniu decydować o konsolidacji. Jest bowiem mało prawdopodobne, aby jeden z podmiotów dobrowolnie udzielił wszelkich informacji o sobie, jeśli decyzja o konsolidacji byłaby sprawą otwartą. Należy zatem przyjąć, że sytuacja ta występuje po wstępnych decyzjach o połączeniu, a dogłębne *due dilligence* ma na celu jedynie potwierdzenie słuszności podjętych działań oraz wskazanie potencjalnych zagrożeń opłacalności, co może być wykorzystane przy wyborze metody opłacenia lub finansowania konsolidacji. Warto ponadto dodać, że przeprowadzenie *due dilligence* przyłączanej spółki nie gwarantuje sukcesu konsolidacji, jeśli analiza ta nie jest połączona z oceną własnego podmiotu i opracowaniem strategii wspólnego rozwoju, która dawałaby szansę na osiągnięcie korzyści większych w porównaniu z działaniem samodzielnym.

W przypadku dostępu do wybranych informacji o podmiocie, będącym celem przejęcia, spółka może jedynie bazować na danych publikowanych przez spółkę-cel oraz wykorzystywać powszechnie dostępne informacje o rynku, na którym ona działa. Ograniczenie to sprawia, że w celu oszacowania opłacalności transakcji nabycia akwizytor będzie mógł co najwyżej wycenić pożądaną spółkę i porównać tę wielkość z kwotą, jaką ma za nią zapłacić. Rachunek taki może się okazać wystarczający, jeśli celem nabycia nie jest osiągnięcie korzyści współpracy, lecz chęć odsprzedaży podmiotu z zyskiem lub przejęcie nadmiaru wolnej gotówki. W przeciwnym razie nabywający staje przed problemem niedoboru informacji, utrudniającego ocenę potencjalnych korzyści ze współpracy lub zniekształcającego oszacowaną wartość środków finansowych, potrzebnych na przystosowanie spółki do potrzeb

akwizytora. Nie jest to bez znaczenia, gdyż główne korzyści konsolidacji mają swoje źródło we współpracy przedsiębiorstw, a nie w spekulacji. Jedyne co pozostaje zatem nabywcy, to znalezienie podmiotu, którego wycena będzie wskazywać na korzyści finansowe, wynikające z nadwyżki wartości w stosunku do ceny, a następnie wykorzystanie tej różnicy do sfinansowania procesów restrukturyzujących, dostosowujących obie spółki do stanu umożliwiającego osiągnięcie korzyści konsolidacyjnych. Problemem staje się wówczas właściwa wycena przejmowanej spółki.

3. KLUCZOWE ELEMENTY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Sprowadzenie bariery opłacalności konsolidacji do problemu właściwej wyceny spółki nie rozwiązuje bynajmniej trudności z nią związanych. Kłopotliwe bowiem jest jednoznaczne sformułowanie fundamentu wyceny – wartości. Autorzy teoretycznych opracowań tego zagadnienia wskazują na bogatą interpretację pojęcia wartości, co implikuje różnorodną metodykę ustalania jej wielkości. Część z podawanych definicji ma niewielkie zastosowanie praktyczne, lecz pomimo to istnieje znaczna grupa ujęć wartości, pozwalająca na skonstruowanie metod ich oszacowania. Wyróżnia się zasadniczo dwie podstawowe metody wyznaczania wartości: majątkowe i dochodowe⁷. Pierwsza z wymienionych zakłada, że przedsiębiorstwo jest tyle warte, co majątek przezeń posiadany. Drugie podejście opiera się na przeświadczeniu, że wartość spółki ma swoje źródło w zdolności podmiotu do generowania dochodu. Ponieważ każda z wymienionych filozofii wartości ma swoje wady i zalety, istnieje dodatkowo szereg mieszanych lub niekonwencjonalnych metod wyceny przedsiębiorstwa, które starają się znaleźć kompromis między przedstawionymi, przeciwnymi ujęciami wyceny.

Występowanie fundamentalnych różnic w sposobie pojmowania wartości i towarzyszące temu bogactwo metod szacunkowych pozwala przypuszczać, że potencjalne wyniki dociekań mogą się znacznie różnić od siebie, co utrudni określenie właściwej ceny, jaka może być zaoferowana za przejmowany podmiot. Teoretycy podkreślają jednak, że wybór metody oszacowania wartości zależy od celu wyceny, koniunktury na rynku kapitałowym, specyfiki branży, w której działa spółka, jej lokalizacji i sytuacji ekonomicznej; gdyż te czynniki determinują uzasadnienie wyboru metody wyceny⁸. Łatwo jednak zauważyć, że wymienione zmienne mają bardzo

⁷ D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1999, s. 54.

⁸ U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 60.

ogólne znaczenie, co nadaje ocenie charakter uznaniowy. Jeśli zatem determinanty wyboru metody wyceny są nieprecyzyjne, to trudno o dokładność w samym procesie szacowania wartości spółki.

Poniższe rozważania na temat metod wyceny przedsiębiorstw mają charakter uniwersalny i dotyczą podmiotów wszystkich gałęzi gospodarki. Ujęcie takie ma na celu wskazanie całego spektrum technik wyceny spółek, by przybliżyć ich metodykę i tym samym przydatność do określenia wartości.

3.1. Dochodowe metody wyceny

Ujęcie wartości podmiotu, poprzez analizę potencjalnych dochodów przez niego generowanych, może być zrealizowane przez zdyskontowanie trzech rodzajów przyszłych dochodów ekonomicznych: przepływów pieniężnych, dywidend lub zysków⁹. Mając na uwadze powyższe rodzaje dochodowych metod wyceny, badacz wartości musi dokonać oszacowania nie tylko wymienionych wartości, ale także określić stopę dyskonta.

Model zdyskontowanych dywidend przewiduje występowanie nieskończonego strumienia dywidend dyskontowanych kosztem kapitału własnego. Model ten posiada szereg odmian, wśród których można wyróżnić te, które zakładają wzrost wartości dywidendy w przyszłości, oraz podejście zakładające jej stały poziom. Trudno oczywiście przewidywać przyszłe kwoty wypłaconych dywidend, jednak wydaje się mało prawdopodobne, aby były one niezmiennie. Idea tego rozwiązania zakłada jednak nie tyle równowartość dywidend, co nieskończony czas ich wypłacania, a to pozwala na przyjęcie założenia, że średnia wartość dywidendy jest stała¹⁰. Dużą zaletą tego podejścia jest jego prostota, umożliwiająca szybkie oszacowanie wartości kapitału własnego i wykorzystanie tego do wstępnej wyceny. Jednak należy zauważyć, że nierównomierne dywidendy mogą determinować bieżącą wartość kapitału w zależności od okresów, w których są wypłacone. Dlatego też dużo bliższy prawdopodobnym przyszłym zdarzeniom jest model, zakładający stały wzrost wartości dywidendy, znany także jako model Gordona. Podejście to rozważane jest w trzech wariantach: gdy stopa wzrostu jest stała, gdy wzrost stopy dywidendy dzieli się na różniące się etapy oraz w trójfazowym modelu wzrostu stopy dywidendy. Ujęcie dwufazowe zakłada wystąpienie dynamicznego wzrostu dywidendy przez pewien czas, po czym przyjmuje istnienie nieskończonego, stabilnego wzrostu. Najbardziej rozbudowaną formułę wyceny kapitału własnego prezentuje model zdyskontowanych dywidend

⁹ D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 58.

¹⁰ *Ibidem*, s. 99.

o trzech fazach wzrostu, w którym etap dynamicznego wzrostu wypłacanej dywidendy podzielono na dwa etapy o różnej stopie wzrostu.

Bez względu na to, jak bardzo zaawansowaną wersję modelu Gordona przyjmie się do wyceny, należy zwrócić uwagę na towarzyszące temu rozwiązaniu trudności, do których niewątpliwie zaliczyć należy precyzyjne określenie stopy wzrostu dywidendy oraz ewentualne przedziały czasowe dla modeli wielofazowych. Wciąż pozostaje problem wyznaczenia miary dyskonta, ale największą przeszkodą wykorzystania modelu Gordona do wyceny nabywanych spółek może być sytuacja, kiedy te w ogóle nie wypłacają dywidend lub po nabyciu podmiot nie zamierza tego robić. Zdarzenie takie zachodzi także wtedy, gdy planuje się fuzję o charakterze inkorporacyjnym, co wiąże się z zakończeniem samodzielnego bytu prawnego wycenianej spółki. Dodatkowo dyskusyjne wydaje się ujęcie wartości spółki jako miarę wprost proporcjonalną do kwoty wypłaconej dywidendy. Oznacza to bowiem, że im większa dywidenda, tym większa wartość firmy. Z tego punktu widzenia należy sądzić, że spółka powinna całość wypracowanego zysku przeznaczyć na dywidendę, aby maksymalizować swoją wartość. Wniosek ten wydaje się godzić w zdrowy rozsądek, gdyż tą drogą spółka pozbawia się możliwości finansowania rozwoju lub wzrostu częścią własnych środków.

Niewypłacanie dywidend może czasami wynikać z uwarunkowań ekonomicznych. Jeżeli bowiem opodatkowanie dywidend jest wyższe od zysków kapitałowych, to może to skłaniać spółkę do ograniczania wypłat dywidendy. Sytuacja taka może ponadto wystąpić w przypadku planowanych nakładów inwestycyjnych. Spółka może bowiem ponosić wyższe koszty nowych emisji akcji lub ograniczać możliwości zaciągania zobowiązań poprzez dodatkowe zadłużanie się, co może okazać się mniej korzystne w porównaniu z wykorzystaniem zrealizowanych nadwyżek środków pieniężnych. Przedstawione problemy wydaje się częściowo rozwiązywać dochodowe ujęcie wyceny, opierające się na zdyskontowanych wolnych przepływach pieniężnych. Podejście to pozwala bowiem na oszacowanie zrealizowanej przez spółkę rzeczywistej nadwyżki finansowej, która uwzględnia różnicę między zyskiem netto, powiększonym o wartość amortyzacji i nowo zaciągniętych zobowiązań, a wydatkowaniem na cele inwestycyjne i spłatę dotychczasowych zobowiązań¹¹.

Idea wyceny w oparciu o zdyskontowanie przyszłych wolnych przepływów pieniężnych zbliżona jest do poprzednio prezentowanej koncepcji zdyskontowanych dywidend. Ujęcie to podobnie analizuje trzy warianty zmian przepływów, z których pierwszy zakłada stały wzrost wartości przepływów. Bardziej zaawansowane podejście sugeruje podział przyszłych zdarzeń na dwie części, kiedy to przepływy zostaną szczegółowo określone oraz okres

¹¹ *Ibidem*, s. 113.

następujący po tej szczegółowej prognozie, gdy zakłada się stały wzrost przepływów. Istnieje wreszcie trzecia, najbardziej rozbudowana wersja tego ujęcia wyceny, określana mianem modelu E^{12} , która wyróżnia trzy fazy zmian przyszłych przepływów pieniężnych: okres szybkiego wzrostu, etap przejściowy oraz czas stabilnego wzrostu. Model trójfazowy różni się od poprzednio prezentowanego, podziałem okresu szczegółowej prognozy na etap wzrostowy i przejściowy, gdyż faza stabilnego wzrostu pozostaje bez zmian.

Niektórzy autorzy opracowań teoretycznych dzielą przyszłe przepływy pieniężne zgodnie z tym rozróżnieniem, osobno określając wartość przepływów objętych szczegółową prognozą oraz tą, która wykracza poza nią, zwaną także wartością rezydualną spółki¹³. Ta składowa wartości spółki może być określona zarówno tradycyjnymi metodami dyskontującymi prognozowane przepływy gotówkowe, ewentualnie skorygowane oczekiwaną stopą wzrostu z nowych inwestycji czy przyszłe, zdyskontowane zyski ekonomiczne. Może być ona także wyznaczona przy użyciu niedyskontowanych metod, wykorzystujących szacunki wartości odtworzeniowej, likwidacyjnej czy wartości wskaźników rynkowych – cena/zysk, cena/wartość księgową. Wybór określonej metody szacowania wartości rezydualnej zależy od warunków, w jakich przeprowadza się wycenę.

Warto w tym miejscu podkreślić, że modele, dyskontujące przyszłe dywidendy oraz przepływy pieniężne, są do siebie bardzo podobne w założeniach metodologicznych, a czynnikiem głównie je różniącym jest określenie korzyści, jakie może przynieść spółka dla wyceniającego oraz zakres czasowy, znacznie dłuższy dla ujęcia dywidendowego. Gwoli kompletnej prezentacji wyceny, opierającej się na dyskoncie wolnych przepływów pieniężnych, należy wyróżnić dodatkowo wycenę, uwzględniającą nie tylko właścicieli spółki czy potencjalnych nabywców, ale wszystkie strony biorące udział w jej finansowaniu. Ujęcie to zasadniczo różni się od poprzednio opisywanego elementami składowymi, podlegającymi dyskontowaniu, gdyż do wymienionych części przepływów pieniężnych dołącza się odsetki należne wierzycielom, pomniejszone o wartość osłony podatkowej oraz kwoty spłaty zaciągniętego zadłużenia. Powiązanie kapitału własnego z obcym w tej metodzie wpływa dodatkowo na zmianę stopy dyskontowej, z kosztu kapitału własnego na średnio ważony koszt kapitału. Ogólny wariant opisywanego modelu jest tożsamy konstrukcyjnie z modelem zdyskontowanych dywidend.

Innym sposobem wyznaczania wartości spółki, wykorzystującym dyskonto, jest metoda ekonomicznej wartości dodanej (*Economic Value Added*

¹² *Ibidem*, s. 119.

¹³ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 264–289 oraz A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa, pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków 2000, s. 135–136.

– EVA). Jej istota polega na wyznaczeniu dodatkowej wartości generowanej przez podmiot, którą wyraża iloczyn wartości kapitału na początku analizy i różnicy między zwrotem z kapitału a jego kosztem¹⁴. Według tego podejścia, wartość spółki jest sumą zainwestowanego w nią kapitału i bieżącej wartości przyszłego zysku ekonomicznego. Jeżeli bowiem wyceniany podmiot przynosiłby tyle dochodu, ile wynosi stopa zwrotu z kapitału w niego zainwestowanego, to jego wartość byłaby równa dokładnie wartości tego kapitału. Jeśli dochody spółki różnią się od stopy zwrotu, to w tym samym stopniu zmienia się wartość wycenianego podmiotu. Aby zatem ustalić wartość spółki, należy zsumować zdyskontowane stopą zwrotu z kapitału własnego kwoty wartości dodanej i połączyć z wartością kapitału w okresie początkowym. Zastosowanie tej metody daje te same rezultaty, gdyby wyceniano podmiot poprzez zdyskontowanie przepływów pieniężnych. Ujęcie to jednak pozwala na wyznaczenie przyrostu wartości spółki w dowolnym momencie analizy poprzez wyodrębnienie wartości dodanej w danej chwili.

Warto także wspomnieć o modelu Millera-Modiglianiego, według którego wartość spółki jest sumą wartości jej aktywów i wartości potencjału wzrostu. Przez wartość aktywów rozumie się przyszły, skorygowany obciążeniami podatkowymi zysk operacyjny, zdyskontowany średnim ważonym kosztem kapitału spółki¹⁵. Potencjał wzrostu wyraża nominalna wartość przyszłych zysków operacyjnych, skorygowanych stopą nowych inwestycji i zdyskontowaną premią z podjętych działań rozwojowych¹⁶.

3.2. Majątkowe metody wyceny

Odmiennej od dochodowej, filozofię wartości przedsiębiorstwa prezentują majątkowe metody wyceny spółki, utożsamiające środki tworzenia dochodu z wartością ich właściciela. Zgodnie z tym podejściem, wartość spółki jest równa wartości posiadanego przez nią majątku. Ujęcie to pomija zatem przyszłe zdarzenia, jakie mogą stać się udziałem wycenianego podmiotu, akcentując jego możliwości generowania dochodu, tkwiące w istniejących aktywach. Sama wycena nie odnosi się co prawda do przyszłych korzyści, ale jej idea wskazuje na związki, jakie istnieją między posiadanym majątkiem a jego dochodowością. Wyróżnia się trzy podstawowe ujęcia majątkowej

¹⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 135–138; D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 131.

¹⁵ A. Duliniec przytacza także wersję opisanego modelu pomijającego opodatkowanie; szerzej: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001, s. 109–114.

¹⁶ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 141–142.

wyceny przedsiębiorstw, opierające swoje szacunki na wartości księgowej, wartości likwidacyjnej oraz wartości odtworzeniowej¹⁷.

Pierwsza z wymienionych metod wykorzystuje bilans podmiotu, sporządzony na dzień wyceny. Jest to działanie niezwykle proste i niepociągające większych kosztów prowadzenia analizy. Wartość księgową majątku netto spółki wyraża bowiem suma aktywów, pomniejszona o pasywa bieżące i zobowiązania długoterminowe. Tak proste ujęcie wartości pociąga za sobą krytykę, której argumenty dotyczą historycznego charakteru danych liczbowych, częstego braku związku między wartością księgową i jej rynkowym odpowiednikiem, pomijania potencjału aktywów do tworzenia dochodu, występowaniem różnic między zużyciem ewidencyjnym majątku a jego zużyciem fizycznym i ekonomicznym, nieuwzględnianiu rynkowej wyceny aktywów czy wreszcie niejednoznacznym podejściu do wybranych pozycji pasywów. W celu odparcia kilku z postawionych zarzutów sugeruje się stosowanie metody skorygowanej wartości aktywów netto, której istota polega na starannej analizie wszystkich składników majątku w celu potencjalnego uwzględnienia w wycenie, a następnie korekcie oszacowania niektórych z nich w kierunku wartości rynkowej. Przeszacowanie składników majątku może prowadzić do powstania zobowiązań podatkowych, które wraz z ewentualną rezerwą na ten cel powinny być uwzględnione. Pozostałe korekty wyceny dotyczą oszacowania uprzywilejowanego kapitału akcyjnego oraz wartości mniejszościowych udziałów w spółce, które mogą zostać wyznaczone poprzez ustaloną z góry wartość umorzenia lub kształtują się na poziomie kwoty dyskonta z tytułu utrudnionego zbycia akcji.

Zaletą metody księgowej jest niewątpliwie wycena w oparciu o reguły rachunkowości, co nadaje jej obiektywny charakter i pozwala na jednoznaczną interpretację. Cechy te w znacznie mniejszym stopniu występują w pozostałych ujęciach majątkowej wyceny spółki. Metoda wartości likwidacyjnej przyjmuje także za punkt wyjścia skorygowany bilans podmiotu, ale jest on podstawą wartości, która ma zostać wyznaczona wskutek sprzedaży wszystkich składników majątku. W gestii likwidatora pozostaje natomiast sposób upłynnienia aktywów, który ma zapewnić możliwie wysokie przychody, jednak nie określa sposobu wyznaczenia ich wartości¹⁸. Precyzje wyceny dodatkowo mogą komplikować okoliczności likwidacji spółki i towarzyszące im stopnie zaawansowania realizacji umów gospodarczych czy koniunktura na rynku upłynnienia aktywów. Wpływy, uzyskane ze sprzedaży aktywów, pomniejszają koszty likwidacji, uzyskane zaś tą drogą wielkości netto powinny być zdyskontowane do wartości obecnych. Wartość stopy

¹⁷ U. Malinowska, *op. cit.*, s. 47–57.

¹⁸ Wyjątkiem od tego stwierdzenia może być przykład zmodyfikowanej metody likwidacyjnej Wilcoxa-Gamblera, w której nadaje się stałe współczynniki przeliczeniowe dla poszczególnych pozycji bilansu; szerzej: P. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, PWN, Warszawa 2000, s. 192.

dyskonta będzie wyższa od tej, jaką wykorzystuje się przy kontynuującym działaniu podmiocie wskutek wzrostu ryzyka, wynikającego z mniejszych przyszłych przepływów pieniężnych lub potencjalnych konsekwencji zakończenia funkcjonowania spółki.

Najbardziej zbliżoną do dochodowego oszacowania wartości spółki jest majątkowa metoda wartości odtworzeniowej. Zgodnie z tym ujęciem wyceny, wartość przedsiębiorstwa jest równa wartości pieniądza, jaki trzeba przeznaczyć na nabycie wszystkich składników potrzebnych do stworzenia identycznego z wycenianym podmiotem. Odtworzenie spółki może być w tym przypadku rozpatrywane z dwóch perspektyw: teoretycznej i praktycznej. W przypadku rozważań teoretycznych, wyceniający stawia sobie za cel oszacowanie wartości wszystkich elementów tworzących określony biznes, a więc zarówno składników mierzalnych (majątek, znaki towarowe czy koszt zatrudnienia personelu), jak również niemierzalnych (renoma, czynniki interpersonalne, wpływające na efektywność wykonywanej pracy). Podejście praktyczne będzie dążyć do oszacowania wymiernych składników podmiotu, które może zostać dokonane poprzez szczegółową wycenę poszczególnych obiektów majątku, skorygowaną dotychczasowym zużyciem.

Inną techniką wyceny metodą wartości odtworzeniowej jest określenie wartości początkowej majątku, a następnie przeszacowanie jej zgodnie z indeksem zmian cen aktywów, także skorygowanych stopniem zużycia. Wartość przedsiębiorstwa, wycenianego tą metodą, będzie się zatem zawierać między szacunkiem praktycznym, zbliżonym do wartości księgowej, a teoretycznym, ujmującym dodatkowe składniki, decydujące o dochodowości podmiotu.

Ujęcie odtworzeniowej wartości spółki często wykorzystuje wskaźnik q *Tobina*, będący ilorazem rynkowej wartości podmiotu i wartości odtworzenia jego majątku¹⁹. Gdy wskaźnik przyjmie wartość większą od jeden, oznacza to impuls do podjęcia inwestycji przez spółkę. Przeciwna wartość wskaźnika q *Tobina* sugeruje powstrzymanie się od działań rozwojowych o charakterze wewnętrznym i pozyskanie aktywów z rynku kontroli przedsiębiorstw. Oznacza to, że wartość wskaźnika jest wprost proporcjonalna do jakości zarządzania spółką.

3.3. Mieszane i porównawcze metody wyceny

Przedstawione metody wyceny podmiotów przyjmują za punkt wyjścia rozważań diametralnie różne kategorie ekonomiczne, nie wykorzystując jednocześnie wniosków, płynących z ujęcia przeciwstawnego. Metody dochodowe opierają swe przekonanie o wartości przedsiębiorstwa z prognoz jego przyszłych przepływów finansowych, zakładając, że dana wielkość

¹⁹ D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 319–320.

aktywów i warunków rynkowych spełnią przewidywania. Pomijają zatem fakt, że źródłem wartości niekoniecznie musi być specyficzny układ warunków gospodarczych, a może ona wynikać z posiadanego majątku i umiejętności nim zarządzania. Metody majątkowe zakładają z kolei, że fundamentem wartości spółki jest jej majątek, który odpowiednio wykorzystany może być źródłem korzyści ekonomicznych. Podejście to nie uwzględnia jednak sytuacji, gdy niewielkie aktywa mogą generować znaczne dochody, co może wynikać ze specyfiki prowadzonej działalności lub koniunktury na zajmowanej części rynku. Wobec tak rozbieżnych rozwiązań teoretycznych, jakie prezentują przedstawione metody, zaproponowano ujęcie, które by łączyło wspomniane przeciwności i stworzyło swoistą syntezę dochodowego i majątkowego podejścia do wartości spółki.

Metody, które starają się zawrzeć w wycenie wartość majątku przedsiębiorstwa oraz dochodu, jaki mógłby być z niego uzyskany, określa się mianem mieszanych. Do tej kategorii szacunków zalicza się zarówno proste uśrednienia wycen majątkowej i dochodowej, które reprezentuje metoda Schmalenbacha oraz metoda szwajcarska, jak również bardziej zaawansowane rozwiązania rachunkowe i metodologiczne, czego przykładem jest metoda wyceny z zyskiem dodatkowym, metoda stuttgartcka, metoda UEC czy metoda Grefa²⁰. Metoda Schmalenbacha, nazywana także metodą praktyczną, berlińską lub wartości średniej, określa wartość spółki jako średnią arytmetyczną wartości jej majątku i renty wieczystej, równej sumie przyszłych dochodów. Poprawne stosowanie tej metody wymaga istnienia nadwyżki wartości dochodowej nad majątkową. W przeciwnym wypadku spółkę należy wyceniać na podstawie metody dochodowej, gdy przynosi ona zyski, lub określa się jej wartość likwidacyjną, gdy generuje straty. Metoda szwajcarska opiera się na zbliżonych założeniach co metoda berlińska, z tą jednak różnicą, że dwukrotnie ujmuje wartość dochodową, co zwiększa liczbę elementów średniej arytmetycznej do trzech.

Pozostałe rozwiązania z grupy mieszanych metod wyceny wyróżniają się od opisanych ujmowaniem w szacunku dodatkowego czynnika wartościotwórczego, jakim jest ponadprzeciętny zysk, przez który rozumie się nadwyżkę rzeczywistego wyniku finansowego nad wynikiem finansowym, uzyskanym przy stopie zwrotu z kapitału własnego, równemu kosztowi kapitału spółki. Dodatkowy zysk jest wynikiem działalności innowacyjnej spółki oraz stanowi źródło jej przewagi konkurencyjnej. Oznacza to, że jego wielkość z czasem maleje, co wynika z działania konkurencji na rynku i związanej z tym zasadą malejącej stopy zysku. Ten negatywny efekt może być ograniczony poprzez nieustanne poszukiwanie nowych źródeł przewagi konkurencyjnej. Metoda wyceny z zyskiem dodatkowym definiuje wartość spółki jako

²⁰ *Ibidem*, s. 326–331 oraz A. Jaki, *op. cit.*, s. 161–162.

sumę wartości majątku oraz przewidywanego zysku ponadprzeciętnego w następnych latach. Bardziej złożona wydaje się metoda stuttgarcka, która także określa wartość podmiotu jako sumę wartości jego majątku i pewnego elementu dochodowego, ale ten wyrażony jest jako iloczyn nadwyżki wyceny dochodowej nad majątkową i współczynnika wagowego, determinowanego wartością kosztu kapitału. Z kolei metodę UEC (nazywaną także anglosaksońską) odróżnia od podejścia stuttgarckiego właśnie wspomniany współczynnik, w którym nadwyżka dochodu dyskontowana jest przez czas jej występowania zgodnie z wartością kosztu kapitału. Inne ujęcie tej metody wskazuje, że wartość spółki jest sumą wartości jej majątku i reputacji, którą wyraża opisany współczynnik oraz różnica między przyszłymi przychodami a zdyskontowanym majątkiem²¹. Nieco odmiennie problem wartości traktuje metoda Grefa, zgodnie z którą wartość spółki jest równa różnicy między zdyskontowanymi przyszłymi przepływami pieniężnymi a całkowitymi umorzeniami majątku trwałego²².

Odrębna grupa metod wyceny przedsiębiorstw zakłada występowanie analogii między analizowanym podmiotem i transakcjom mu towarzyszącym a inną spółką z jej działalnością gospodarczą. Grupę tę określa się mianem wyceny metodami porównawczymi i w jej skład kwalifikuje się wyznaczanie wartości spółki metodą transakcji porównawczych oraz szacunki w oparciu o wskaźniki rynkowe: cena/zysk, cena/wartość księgową i cena/przychody²³. Pierwsza z wymienionych metod polega na znalezieniu wycenionego przedsiębiorstwa, podobnego do analizowanego, właśnie wycenianego. Jak łatwo zauważyć, jest to podejście przede wszystkim teoretyczne o dość poważnych przeszkodach wykonawczych. Przede wszystkim wydaje się mało prawdopodobne znalezienie dwóch identycznych przedsiębiorstw. Można nawet przypuścić, że ten sam podmiot, wyceniany w różnych momentach czasowych, zmieni swoją wartość na skutek zmian warunków rynku, na którym działa. Drugim zarzutem wobec tego ujęcia może być wartość wzorcowego podmiotu, jak bowiem dotychczas przedstawiono, wycena często ma charakter subiektywny, co może pociągać za sobą rozbieżności jej oszacowań i rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa.

Wycena metodą transakcji porównywalnych może być często trudna do zastosowania ze względu na różnice między nominalnymi wielkościami ekonomicznymi, opisującymi porównywane podmioty. Problemu tego stara się uniknąć wycena poprzez porównanie wskaźnika cena/zysk, która zakłada tę samą wartość wskaźnika dla spółek z tej samej branży. Dysponując zatem wartością wskaźnika, co nie jest trudne z uwagi na publikacje rynku

²¹ R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998, s. 55–58.

²² A. Jaki, *op. cit.*, s. 162.

²³ D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 334–342 oraz A. Jaki, *op. cit.*, s. 148.

kapitałowego, i wielkością przeszłego bądź przyszłego zysku wycenianej spółki, można szybko uzyskać jej wartość. Warto jednak podkreślić, że niektórzy autorzy przestrzegają przez zbytnią ufnością w prostotę lub rzetelność uzyskanej wyceny tą metodą²⁴. Kluczowym elementem obliczeń jest bowiem zysk netto, co wydaje się kategorią dyskusyjną i niejednoznaczną w stosunku do osiąganego przez spółkę efektywności działania, choćby z uwagi na sposób prowadzenia rachunkowości. Ponadto wykorzystanie różnych wartości zysku, w zależności od czasu ich osiągnięcia, prowadzi do uzyskania różnych szacunków, stwarzając następane problemy z ustaleniem rzeczywistej wartości spółki²⁵.

Podobna logika postępowania podczas wyceny, jak w przypadku wskaźnika cena/zysk, występuje przy zastosowaniu relacji ceny do uzyskanych przychodów. Ta metoda obliczeniowa wydaje się nieco mniej kontrowersyjna od poprzednio przedstawionej z uwagi na stosowanie znacznie bardziej przejrzystej miary działalności gospodarczej, jaką jest przychód w porównaniu z zyskiem. Nie usuwa to niestety pozostałych problemów porównawczych metod wyceny, opartych na wskaźnikach, takich jak różne wartości szacunku w różnych okresach analizy, niemniej można uzyskane obliczenia wykorzystać jako dodatkowe dane, służące wycenie spółki.

Nie sposób zapomnieć o jeszcze jednym mierniku wartości, jakim jest rynek kapitałowy. W najprostszej postaci wycena na podstawie oczekiwań inwestorów mogłaby zakładać, że spółka jest tyle warta, ile wynosi suma wartości wszystkich jej akcji dopuszczonych do publicznego obrotu. Na bardziej złożonym ujęciu wartości rynkowej opiera się metoda MVA, według której wartość spółki jest różnicą między jej oszacowaniem rynkowym a kwotą zainwestowanego w nią kapitału²⁶. Problemem przy szacowaniu wartości rynkowej może się okazać ustalenie momentu czasowego, na który szacowana jest wartość spółki, gdyż walory mogą być wyceniane w systemie ciągłym, jedno- lub wielofixingowym. Dodatkowo trudno sobie wyobrazić, aby możliwe było sprzedanie całej puli akcji jednocześnie lub też, aby podczas takiej transakcji nabywający nie uzyskał upustu cenowego. Ograniczeniem tej sytuacji jest zresztą stan przepisów prawnych, regulujących obrót giełdowy lub pozagiełdowy znacznych pakietów akcji. Ponadto problem wartości określonej wielkości pakietu akcji jest bardzo złożony. Jeżeli bowiem można przypuszczać, że cena jednego waloru będzie różna od ceny większej

²⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 65 oraz D. Zarzecki, *op. cit.*, s. 336.

²⁵ Istnieje także zaawansowane podejście do porównań wskaźnika cena/zysk, jednak wymaga ono określenia stopy wzrostu zysku i przyszłego strumienia gotówki, jak również stopy dyskonta i zwrotu z przeprowadzonej inwestycji; szerzej: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 69–71.

²⁶ A. Cwynar, W. Cwynar, *EVA i MVA – nowe spojrzenie na efektywność wykorzystania kapitału spółek*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999, nr 1.

ich liczby, to powstaje pytanie o tę właśnie różnicę. Wydaje się dalece prawdopodobne, że istnieje różna wartość akcji reprezentujących udziały większościowe i tych, które nie determinują znacząco zarządzania spółką. Powstaje jednak pytanie o wielkość pakietu większościowego. Czy jest to zwykła większość w głosach walnego zgromadzenia akcjonariuszy? Większość ta w dużej mierze wynika ze struktury akcjonariatu, a dodatkowo wydaje się, że na jej wpływ może mieć także charakter związków między poszczególnymi akcjonariuszami. Trudno zatem arbitralnie określić wielkość pakietu kontrolnego spółki, a co za tym idzie różnic cenowych walorów ją reprezentujących.

4. PROBLEMY WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW

Powyższa prezentacja metod wyceny podmiotów gospodarczych nie daje jednoznacznych wskazówek co do słuszności jednego z ujęć wartości. Każde rozumowanie ma bowiem swoje argumenty, często opozycyjne do innych. Nie zmienia to jednak faktu, niezwykle trudnego oszacowania parametrów oceny inwestycji, a taką jest bez wątpienia nabycie innej spółki, jakim jest wielkość nakładów lub spodziewanych przychodów. Czy zatem nabywaną spółkę należy traktować jako zespół aktywów czy też jako źródło dochodu? W literaturze często zwraca się uwagę na podstawowe trudności w realizacji fuzji i przejęć, które w pewnym stopniu przyczyniają się do niepowodzeń prowadzonej działalności, a które dotyczą przeszacowania przyszłego potencjału rynkowego przejmowanego podmiotu, przeszacowania korzyści wynikających z synergii, złego wdrażania konsolidacji, poprzez niewłaściwą integrację przedsiębiorstw, oraz przepłacenia za udziały w nabywanej spółce²⁷. W swojej książce, autorzy Copeland, Koller i Murrin przestrzegają przed przekleństwem wygranego, swoistego zwycięstwa Pyrrusa, wskazując na przyczyny, dla których inni konkurenci zrezygnowali z nabycia spółki²⁸. Nie lekceważąc dorobku autorów, warto by jednak zapytać, czy klątwa wygranego dotyczy tylko jego samego. Czy tylko ostatnia oferta cenowa jest tą przeszacowaną? A może samo przystąpienie do przetargu jest z góry skazane na trudności w osiągnięciu korzyści z nabycia. Promowane przez wymienionych ekspertów metody DCF niewątpliwie mają swoje zalety, jednak głównie z punktu widzenia zarządzania przez wartość, na co zresztą zwracają uwagę wymienieni autorzy²⁹. Wskazują oni na podporządkowanie składowych metod

²⁷ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 406-409.

²⁸ *Ibidem*, s. 408.

²⁹ J. F. Crowther sugeruje przykładowo, że granica opłacalności nabycia powinna być wyznaczana wskaźnikami rynkowymi, np. cena/zysk; szerzej: J. F. Crowther, *Peril-point Acquisition Prices*, „Harvard Business Review”, September-October 1969.

DCF celom finansowym i strategicznym, sądząc, że dzięki temu podniesie się wartość spółki. Nie ma jednak pewności, czy spółka przejmowana ma taki cel i czy DCF jest jej rzeczywistą miarą³⁰.

Oszacowanie przyszłego dochodu wiąże się ponadto jeszcze z jednym, niezwykle istotnym problemem – jakością prognoz. Istnieje bowiem szereg diametralnie różnych metod prognozowania, które w najszerszym rozróżnieniu traktują o zmianach jakościowych i ilościowych³¹. Żadne z tych ujęć nie posiada dostatecznie dużo argumentów, aby zdyskredytować drugie. Problemem jest zatem określenie przyszłości, która może będzie taka jak przeszłość lub może nie będą zachodzić związki między przeszłością a przyszłością. Najczęściej wykorzystuje się ujęcia ilościowe z uwagi na stosunkowo prostą interpretację. Jednak należące do tej grupy prognozy ekonometryczne dotyczą na ogół okresów 1- lub 2-letnich, co jest czasem zbyt krótkim do utworzenia wyceny metodami DCF. Innym problemem metod dyskontowych jest także wartość stopy dyskonta. Dotychczasowy dorobek teoretyczny, dotyczący tych zagadnień, także nie odpowiada na szereg stawianych mu pytań.

Dylemat wyboru najlepszej metody wyceny wydaje się nierozwiązalny z uwagi na wysoce subiektywny charakter pojmowania wartości. W tym miejscu trafne może się okazać utożsamienie wartości przedsiębiorstwa z jego firmą³², czyli bardzo subiektywnym i niemierzalnym parametrem, bo przecież traktowane jako synonimiczne pojęcia goodwillu czy reputacji, wyznaczane poprzez różnicę wartości rynkowej i księgowej, są tylko daleko idącymi uproszczeniami problemu. Czy istnieje zatem jedna wartość spółki?

Pewnym rozwiązaniem tego problemu mogłoby się okazać stworzenie scenariuszy rozwoju spółki, określenie prawdopodobieństwa wystąpienia danego scenariusza oraz wyceny, jaka wiąże się ze scenariuszem. Propozycją wartości spółki może być ta zgłoszona przez A. Jakiego, który sugeruje, aby po uwzględnieniu okoliczności i przesłanek wyceny przeprowadzić jej szacunki z punktu widzenia wszystkich wymienionych metod, zestawić, a następnie negocjować końcową wartość spółki³³. Z kolei P. J. Szczepankowski proponuje, aby dostosować metodę wyceny do celów konsolidacji³⁴ i to ujęcie wydaje się najbardziej odpowiednie, co nie wyklucza poprzednich sugestii. Jeśli jednak istnieją tak znaczne różnice w rozumieniu wartości spółki, które pociągają za sobą różnice liczbowe, to należałoby wyceniać nie samą prze-

³⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 86–97.

³¹ Szerzej: S. Kaczmarczyk, *Badania marketingowe – metody i techniki*, PWE, Warszawa 1995, s. 368–384.

³² A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 62–73.

³³ A. Jaki, *op. cit.*, s. 92–95.

³⁴ P. Szczepankowski, *op. cit.*, s. 165.

nową spółkę, a jej część, której dotyczy konsolidacja. Jeśli bowiem podmiot przejmuje inny w celu pozyskania klientów przejmowanego, to należy wyceniać wartość rynku, jaki związany jest z tymi konsumentami, używając metod dochodowych. Jeśli celem akwizycji jest wejście w posiadanie korzystnie ulokowanych punktów dystrybucji, należy właśnie je wycenić, a nie rynek, jakiego dotyczą, co sugeruje wykorzystanie odtworzeniowej metody wyceny. Jeśli wreszcie podmiot poprzez konsolidację chce powiększyć wartość kapitałów, aby umożliwić silniejszy rozwój, to wycena powinna dotyczyć możliwych do pozyskania kapitałów przejmowanej spółki, skłaniając do wykorzystania księgowego ujęcia wartości. Wartość oszacowana przez rynek kapitałowy może z kolei posłużyć do wyznaczenia początkowego poziomu ceny, jaką przyjdzie zapłacić nabywającemu spółkę, i jeśli przyjąć za słuszną teorię o efektywności tego rynku, dostarczy informacji o dotychczasowej skuteczności wykorzystania przejmowanego majątku.

W przypadku wielu oczekiwań, dotyczących fuzji lub przejęcia, dokonującej konsolidacji musiałby określić poziomy istotności dla poszczególnych elementów strategicznych i nadać im odpowiednie wagi. Następnie należałoby wyznaczyć minimalny poziom wagi, jaka musi towarzyszyć koniecznemu do objęcia zasobowi strategicznemu. Minimalna wartość, jaką trzeba by opłacić podczas transakcji konsolidacyjnej, równa jest wówczas największej wartości, jaka zostałaby ustalona w drodze wyceny zasobu strategicznego, uznanego za niezbędny. Propozycja ta nie jest oczywiście wolna od wad, gdyż zgodnie z nią mogłoby się okazać, że różne zasoby spółki wycenia się różnymi metodami. Jednak utrzymuje ona podstawowe założenie, aby wyceniać tylko to, co jest celem konsolidacji, a gdy dążeń tych jest wiele, oczywiste jest, że wartość pożądanego zbioru zasobów nie może być niższa niż szacunek najcenniejszego z jego elementów. Ponieważ wszystkie elementy dotyczą tego samego podmiotu, nie ma więc obawy o wymieszanie się różnych pojęć wartości. Problematyczna może się jedynie okazać sytuacja, gdy poszukiwany zasób ma niższą wartość od innego aktywa przejmowanej spółki lub ceny, jaką żąda sprzedający. Wówczas przeprowadzający konsolidację musi podjąć decyzję, czy powinien przepłacić za poszukiwany zasób, czy też słuszną jest decyzja o niezrealizowaniu transakcji. Zmienną, jaka powinna być uwzględniona przy tej analizie, jest także koszt kapitału potrzebnego do sfinansowania inwestycji, gdyż w przypadku wyjątkowo korzystnej konsolidacji, może się okazać, że warto nabyć „niepotrzebne” aktywa, aby dzięki temu pozyskać połączone z nimi zasoby strategiczne. Na tym właśnie polega ograniczająca rola wartości nabywanej spółki, która jest trudna do ustalenia nie tylko z powodu mnogości metod wyceny, ale także z powodu różnorodności celów konsolidacji i wartości zasobów, mających te cele realizować.

Jakub Marszałek

INVESTMENT PROFITABILITY AS LIMITATION OF MAKING MERGERS AND ACQUISITION

(Summary)

Most of the experts say, that any decision concerning external development should be based on valuation both acquiring and acquired enterprises. If the value of both separated firms is lower than the one after the combination, we can prove the positive effect of acquisition and find it profitable. But what the value of firm really means? How it can be found? And after all, is there no doubt the appointed figure shows the real value of an enterprise and its business? What author tried to do in the article is to show how different the value can be comprehended. Since the valuation is so ambiguous, profitable of merger or acquisition is very difficult to establish. This is the limiting aspect of any external development decision.