

*Daniel Stos**

WYBRANE ASPEKTY SZACOWANIA LIKWIDACYJNEJ WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

1. WPROWADZENIE

W gospodarce rynkowej kategoria przedsiębiorstwa występuje w trzech wymiarach¹:

a) w wymiarze podmiotowym jako cecha jednostki-osoby (fizycznej lub prawnej lub jednostki gospodarczej nieposiadającej osobowości prawnej) stanowiącej element gospodarki,

b) w wymiarze przedmiotowym – jako efektywnie zorganizowany zespół składników mienia umożliwiający przedsiębiorcy prowadzenie działalności zarobkowej,

c) w wymiarze funkcjonalnym jako atrybut osoby przedsiębiorczej.

W wymiarze przedmiotowym przedsiębiorstwo występuje przede wszystkim jako obiekt majątkowy mogący być przedmiotem obrotu gospodarczego, a więc może być sprzedane, wniesione do spółki lub wydierżawione i jako takie może być przedmiotem wyceny na równi z innymi obiektami majątkowymi. Przedsiębiorstwo występuje więc w aspekcie przedmiotowym jako obiekt majątkowy, który w gospodarce rynkowej służy kreowaniu produktów, ale który sam również może być przedmiotem obrotu (wymiany). Jako przedmiot obrotu przedsiębiorstwo występuje w dwóch typach okoliczności:

a) kontynuacja działalności nie jest zagrożona,

b) zaniechanie kontynuowania działalności.

W obydwu typach okoliczności pojawia się czynnik wartości przedsiębiorstwa i jego ceny zbywczej. W pierwszym przypadku można mówić o rynkowej wartości zbywczej, a w drugim o wartości likwidacyjnej.

Celem artykułu jest określenie czynników wpływających na metodykę szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa.

* Dr, starszy wykładowca w Katedrze Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

¹ J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2000, s. 15.

2. MOTYWY SZACOWANIA WARTOŚCI LIKWIDACYJNEJ

Do zasadniczych motywów szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa należy zaliczyć potrzebę szacowania pojemności zadłużenia. Jednym z najbardziej znanych modeli teoretycznych opisujących problem pojemności zadłużenia jest model Kima. W pierwszych pracach zajmujących się strukturą kapitału problem ten był pomijany. Słusznie tymczasem uważa się, że wyznaczenie optymalnej struktury kapitału bez określenia pojemności zadłużenia może być nieistotne, o ile wielkość optymalnego długu jest większa od długu, jaki spółka w ogóle może zaciągnąć². Model Kima rozpatruje problem pojemności długu z punktu widzenia pożyczkodawców, uznając, że ten punkt widzenia jest najistotniejszy, gdyż to oni decydują o skali zadłużenia, jakie spółka może zaciągnąć. W modelu zakłada się, że spółka działa na doskonałym rynku kapitałowym, a formą zadłużenia jest emisja obligacji. Pojemność długu została połączona z możliwością jego obsługi przez spółkę i zdefiniowana jako strumień pieniądza wystarczający do obsługi długu. Model został skonstruowany przy założeniu, że spółka podjęła już decyzję o inwestycji w skali A i poszukuje sposobu jej sfinansowania. Dla skupienia się jedynie na strukturze kapitału E. H. Kim założył, że spółka będzie rozwiązana po jednym okresie. Zdefiniował też „wartość końcową” X' jako efekt po odjęciu kosztów niekapitałowych³. W tej sytuacji zysk operacyjny przed podatkiem ($EBIT$) wyniesie $X' - A$. Jeżeli spółka sfinansuje cały projekt kapitałem własnym, to jej wartość wyniesie E_u (rynkowa wartość kapitału własnego spółki niezadłużonej).

$$E_u = \frac{X' - d(X' - A)}{1 + r} = \frac{(1 - d)X' + dA}{1 + r}.$$

Czyli przyjmując, że $R_u = 1 + r$, mamy:

$$1 + r = R_u = \frac{X' - d(X' - A)}{E_u} = \frac{(1 - d)X' + dA}{E_u}.$$

Jeżeli jednak spółka zdecyduje się na pożyczanie kwoty D , to jej rynkowa wartość wyniesie $E_L + D$, gdzie E_L oznacza rynkową wartość kapitału własnego spółki zadłużonej.

² J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 276–279.

³ Jest to odpowiednik kategorii $EBITDA$ – zysku przed amortyzacją, odsetkami i przed podatkiem.

Spółka zadłużona znajdzie się w stanie bankructwa, jeżeli na koniec okresu nie będzie mogła spłacić swoich zobowiązań równych łącznie $r'D$, czyli długu z odsetkami, gdzie $r' = 1 + p$. Jeżeli spółka nie zbankrutuje, to jej zysk przed podatkiem wyniesie $(1-d)X' + dA - (r'-1)D$, zaś:

$$R_L = \frac{X' - d[X' - A - (r'-1)D = r'D]}{E_L} = \frac{(1-d)X' + dA + dr'D - dD - r'D}{E_L} =$$

$$= \frac{(1-d)X' + d(A-D) - (1-d)r'D}{E_L} = \frac{(1-d)(X' - r'D) + d(A-D)}{E_L},$$

jeżeli $X' > r'D$.

Oczywiście, jeżeli $X' < r'D$, to $R_L = 0$.

Jeżeli spółka zbankrutuje, to koszty bankructwa (B') poniosą wierzyciele. Dlatego:

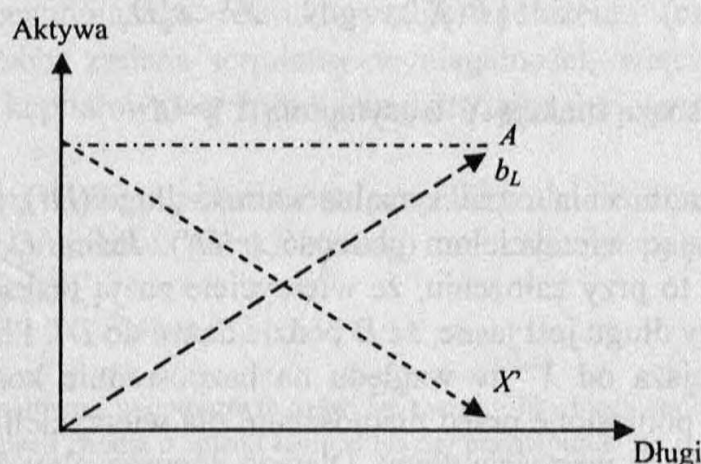
$$r'_L = \begin{cases} r', & \text{gdy } X' > r'D, \\ (X' - B')/D, & \text{gdy } X' < r'D. \end{cases}$$

Koszty bankructwa obejmują:

- 1) straty na wartości aktywów zbywanych w warunkach bankructwa poniżej ich ekonomicznej wartości ($b_L = A - X'$),
- 2) bezpośrednie koszty bankructwa (b_B).

Stąd,

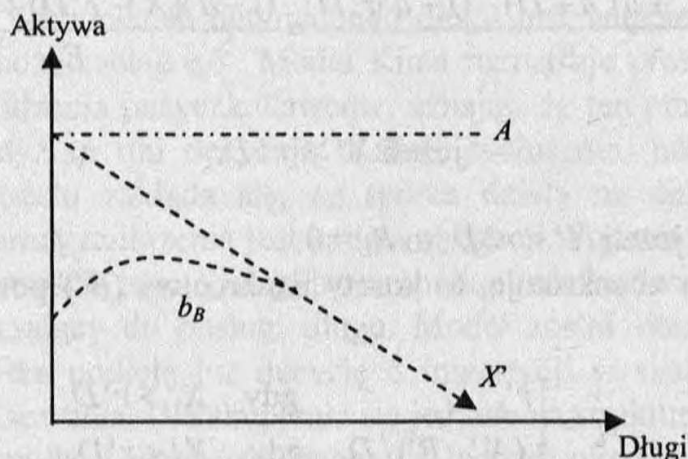
$$B' = b_L + b_B.$$



Rys. 1. Koszty bankructwa – pierwszego rodzaju

Dla kosztów pierwszego rodzaju graniczna jest wartość A , czyli początkowa wartość aktywów projektu. Wierzyciele ponieśliby koszty bankructwa w tej skali, gdyby sfinansowali projekt w 100%, a strumień gotówki ze spieniężenia aktywów w warunkach bankructwa wyniósł zero.

Dla kosztów drugiego rodzaju graniczna jest wartość X' , gdyż pułap dla bezpośrednich kosztów bankructwa stanowi dostępny strumień gotówki na ich sfinansowanie.



Rys. 2. Koszty bankructwa – drugiego rodzaju

Pułapem dla łącznych kosztów bankructwa B' jest więc wartość A . Z uwagi na to, że w warunkach danego projektu A jest wartością stałą, koszty bankructwa są funkcją X' :

$$B' = \begin{cases} 0, & \text{gdy } X' > r'D, \\ B(X'), & \text{gdy } X' < r'D, \end{cases}$$

$B(X')$ jest rosnącą funkcją X' z asymptotą $X'_0 = A$.

Pojemność zadłużenia to maksymalna wartość długu (D'), jaką spółka może zaciągnąć obiecując wierzycielom płatność ($r'D'$). Jeżeli D jest rzeczywistą wartością długu, to przy założeniu, że wierzyciele znają maksymalną zdolność dłużnika do spłaty długu jest jasne, że D będzie dążyć do D' . Płatność $r'D'$ musi być jednak mniejsza od X' ze względu na bezpośrednie koszty bankructwa, które muszą być poniesione przed płatnościami dla wierzycieli. Koszty te rosną zresztą wraz z ogólną wartością długu. Dlatego dopuszczalny dług maksymalny jest osiągany przed formalnym stanem upadłości. Jeżeli rzeczywiste zadłużenie przekroczy poziom D' , to jego rynkowa wartość spada.

Wyznaczenie maksymalnej zdolności dłużnika do spłaty długu może opierać się na wycenie przedsiębiorstwa zagrożonego bankructwem lub nim niezagrożonego. Konieczność określenia wartości likwidacyjnej zachodzi szczególnie wtedy, gdy należy przeprowadzić restrukturyzację przedsiębiorstwa lub gdy byt prawny przedsiębiorcy ma ulec zakończeniu (np. spółka ma ulec rozwiązaniu). Świadomość wartości likwidacyjnej jest jednak również pożądana w bieżącym procesie zarządzania strukturą kapitałów, aby nie dopuścić do zadłużenia, którego nie można spłacić. Dotyczy to przede wszystkim spółek kapitałowych. Warunkiem wykreślenia spółki kapitałowej z rejestru, a więc zakończenia jej bytu prawnego, jest spłata zobowiązań w procesie likwidacji przedsiębiorstwa, które spółka prowadzi⁴. W sporządzanym przy tej okazji bilansie otwarcia likwidacji aktywa należy przyjąć według cen zbywczych, a więc wycena aktywów jest przeprowadzana według innych zasad niż wycena aktywów przy założeniu spełnienia zasady kontynuacji. W tym przypadku ceny zbywcze to ceny możliwe do osiągnięcia w procesie likwidacji, gdyż funkcją bilansu otwarcia likwidacji jest uprawdopodobnienie, że likwidacja spółki jest możliwa, czyli że spółka będzie w stanie zaspokoić roszczenia wszystkich wierzycieli środkami uzyskanymi ze spieniężenia aktywów.

Podobnie ma się rzecz w przypadku bilansu otwarcia upadłości, tyle że wówczas chodzi o ustalenie zbywczej wartości masy upadłości w stosunku do wierzytelności uprzywilejowanych. Upadłość jest wprawdzie procesem sądowym, ale w jej trakcie trwa postępowanie likwidacyjne przedsiębiorstwa, tyle że nie uwarunkowane zaspokojeniem roszczeń wszystkich wierzycieli. Można więc mówić o trzech zasadniczych typach likwidacji przedsiębiorstwa⁵:

1) restrukturyzacyjna – rozumiana jako zbycie przedsiębiorstwa (sprzedaż, wkład do spółki lub połączenie spółek) przez spółkę nieulegającą rozwiązaniu, tj. w sytuacji, gdy likwidacja przedsiębiorstwa jest elementem programu naprawczego przewidującego restrukturyzację zadłużenia (częściowa spłata, karencja w spłatach, zmiana terminów wymagalności, włączenie zadłużenia w inną strukturę kapitałową) w sposób umożliwiający przywrócenie zdolności do jego obsługi,

2) w zwykłym trybie – prowadzona przez likwidatorów powołanych przez zgromadzenie wspólników (akcjonariuszy) w celu zaspokojenia roszczeń wszystkich wierzycieli,

⁴ W języku formalnym i w potocznym mówi się raczej o likwidacji spółki, ale w sensie merytorycznym w likwidacji chodzi o spieniężenie aktywów przynajmniej do rozmiarów zadłużenia oraz o zaspokojenie roszczeń wszystkich wierzycieli, a więc chodzi o zadysponowanie składnikami przedsiębiorstwa.

⁵ Por. A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Kantor Wydawniczy ZAKAMYCZE, Kraków 2000, s. 126.

3) w trybie szczególnym – prowadzona przez syndyka powołanego przez sąd (gdy tryb zwykły nie jest możliwy) w celu sprawiedliwego zaspokojenia roszczeń wierzycieli.

3. OBSŁUGA ZADŁUŻENIA PRZEDSIĘBIORSTWA A JEGO SPŁATA

Jeżeli rozważa się zagadnienie szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa, konieczne jest odróżnienie zdolności do obsługi zadłużenia od zdolności do jego spłaty. Dopóki przedsiębiorstwo jest w stanie obsługiwać zadłużenie, dopóty relacja między długiem a jego wartością likwidacyjną ma znaczenie drugorzędne. Jeżeli natomiast zanika zdolność do obsługi zadłużenia, wówczas relacja między zwykłą wartością przedsiębiorstwa a skalą zadłużenia określa szanse przeprowadzenia likwidacji.

Obsługa zadłużenia oznacza, że przedsiębiorca w terminie reguluje zobowiązania odsetkowe i raty spłaty przypadające na dany okres bez konieczności sięgania po środki ze sprzedaży aktywów służących działalności operacyjnej, utrzymując odpowiedni poziom zadłużenia. Ze spłatą zadłużenia mamy do czynienia wtedy, gdy przedsiębiorca, nie mogąc długów obsłużyć, zmuszony jest spieniężyć majątek operacyjny w procesie likwidacji przedsiębiorstwa, aby uregulować ciężące na nim długi. Do likwidacji przedsiębiorstwa dochodzi zatem na ogół wtedy, gdy obsługa zadłużenia nie jest możliwa i inwestorzy decydują się na zakończenie jego bytu prawnego. Działania te mogą być jednak poprzedzone procedurami naprawczymi zmierzającymi do przywrócenia zdolności do obsługi zadłużenia poprzez wdrożenie procedur naprawczych. Procedury naprawcze mogą również przewidywać likwidację przedsiębiorstwa dotychczas prowadzonego, ale nie w celu zakończenia bytu prawnego przedsiębiorcy, a w celu restrukturyzacji przedmiotu działalności w taki sposób, aby przywrócona została zdolność do obsługi zadłużenia (np. nabycie innego przedsiębiorstwa, a zbycie dotychczas prowadzonego, połączenie spółek, wniesienie dotychczas prowadzonego przedsiębiorstwa do spółki).

Likwidacja przedsiębiorstwa może nastąpić podczas realizacji programów naprawczych, tj. w celu restrukturyzacji przedmiotu działalności. Przedsiębiorstwo nie ma wtedy zdolności likwidacyjnej, ale jego likwidacja może doprowadzić do restrukturyzacji zadłużenia w sposób umożliwiający ich dalszą obsługę. Określenie wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa następuje wtedy w celu uwiarygodnienia programu naprawczego i nie musi przebiegać przy założeniu uruchomienia formalnego procesu likwidacji umożliwiającej zakończenie bytu prawnego spółki kapitałowej. Gdy likwidacja przedsiębiorstwa ma nastąpić w celu spłaty zobowiązań, to przedsiębiorstwo nie ma zdolności likwidacyjnej,

jeżeli jego wartość jest niższa od sumy zobowiązań, które należy spłacić ze środków uzyskanych z likwidacji. Wówczas niemożliwe staje się zakończenie bytu prawnego spółki kapitałowej poprzez likwidację przedsiębiorstwa w trybie zwykłym i konieczne jest zastosowanie trybu szczególnego (upadłość).

Najistotniejszą sprawą dla wyboru metody wyceny są okoliczności wyceny. Z tego względu nasuwa się teza, że wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa zależy od typu likwidacji przedsiębiorstwa i w pewnych okolicznościach może być oszacowana zarówno metodami dochodowymi, jak i metodami majątkowymi. Uważamy, że stosowanie metod dochodowych do wyceny przedsiębiorstwa jest uprawnione tak długo, jak długo prawdziwe jest założenie, że przedsiębiorstwo jest zdolne do obsługi zadłużenia. Jeżeli mimo to zakłada się jego likwidację, wówczas mamy do czynienia z koniecznością oszacowania jego wartości likwidacyjnej i można to uczynić metodą dochodową. Gdy więc chodzi o likwidację w celu restrukturyzacji działalności, likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa może być liczona przy założeniu kontynuacji działalności, a więc przy założeniu, że nie utraciło ono zdolności do obsługi zadłużenia.

Jeżeli motywem likwidacji przedsiębiorstwa jest spłata wierzycieli w procesie likwidacji zwykłej lub upadłościowej, to założenie o możliwości obsługi zadłużenia jest raczej nieuprawnione i liczy się wartość środków pieniężnych pozyskanych w procesie zbycia przedsiębiorstwa, a więc liczy się cena zbywcza majątku oszacowana metodami majątkowymi. Na wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa największy wpływ mają więc okoliczności jego likwidacji. Jeżeli likwidacja przedsiębiorstwa następuje w celu redukcji zobowiązań do rozmiarów umożliwiających ich obsługę, oznacza to, że przedsiębiorstwo zachowało zdolność do generowania dochodu i szacowanie jego wartości metodami dochodowymi jest uprawnione. Jeżeli likwidacja następuje w celu spłaty zobowiązań, gdyż ich obsługa nie jest możliwa, to znaczy że przedsiębiorstwo nie zachowało zdolności do generowania dochodu i szacowanie jego wartości metodami dochodowymi nie jest uprawnione. Przedsiębiorstwo ma więc zdolność likwidacyjną, jeżeli jego cena zbywcza umożliwia:

- 1) redukcję zobowiązań do rozmiarów umożliwiających ich dalszą obsługę,
- 2) spłatę zobowiązań w celu rozwiązania spółki.

Ostatecznie więc można stwierdzić, że wraz z ustaniem możliwości obsługi zadłużenia maleje wiarygodność wyceny przedsiębiorstwa metodami dochodowymi, gdyż nieuprawnione staje się założenie o możliwości generowania dochodów dla inwestorów. W tych warunkach podstawowego znaczenia nabiera zbywcza wartość aktywów. Pojawia więc pytanie, czy w warunkach utraty przez przedsiębiorstwo zdolności do generowania zysków umożliwiających obsługę zadłużenia firma ma wartość zbywczą. Zdolność do obsługi zadłużenia zależy wprawdzie od jego wielkości, ale z drugiej strony zależy również od zdolności do generowania zysków, a zdolność do generowania zysków nie zależy od skali zadłużenia, a zatem wartość firmy nie spada wraz ze spadkiem zdolności do

obsługi zadłużenia. Z kolei wiedza technologiczna i organizacja (wartości intelektualne, kapitał intelektualny) nie mają raczej wartości zbywczej, gdyż technologia określa koszty zmienne, organizacja przedsiębiorstwa determinuje wartość kosztów stałych, a zdolność do obsługi zadłużenia zależy od kosztów stałych i zmiennych.

4. POJĘCIE WARTOŚCI LIKWIDACYJNEJ

Wszystkie trzy typy likwidacji, tj. likwidacja restrukturyzacyjna, likwidacja w zwykłym trybie i likwidacja w trybie szczególnym, mogą dotyczyć zbycia przedsiębiorstwa w całości, w części (jako tzw. zorganizowana część przedsiębiorstwa) lub poprzez zbycie poszczególnych jego składników. Zawsze więc zajdzie potrzeba określenia zbywczej wartości przedsiębiorstwa, zorganizowanej jego części lub poszczególnych jego składników. W niniejszym artykule skupimy się na wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa. Wartość likwidacyjną zalicza się do tzw. grupy metod majątkowych wyceny i tak jest niewątpliwie, gdy chodzi o likwidacyjną wartość aktywów. Likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa może być również szacowana metodami dochodowymi.

W literaturze polskiej najczęściej za uproszczoną metodę szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa uważa się wzór Wilcoxa na prognozę bankructwa (Wilcox's Gambler's-Ruin Prediction Formula)⁶. Niewątpliwie za pomocą tej formuły można prognozować ryzyko upadłości przedsiębiorcy, gdyż w przybliżeniu pozwala ona oszacować pułap długów bezpiecznych z punktu widzenia zdolności ich pokrycia sprzedawanym majątkiem. Poza zaletą w postaci jej prostoty formuła ta ma co najmniej trzy istotne ograniczenia:

1) parametry formuły korygujące bilansowe wartości składników majątkowych zależą od uwarunkowań danej gospodarki i powinny być dostosowane do warunków rynkowych w niej panujących (ceny obrotu należnościami, towarami, nieruchomościami),

2) w formule ograniczono się jedynie do bilansowych składników majątkowych wchodzących w skład przedsiębiorstwa,

3) w formule pominięto saldo wpływów i wydatków ponoszonych w okresie trwania likwidacji oraz wydatków na samą likwidację.

Z punktu widzenia szacowania wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa największym ograniczeniem tej formuły jest pominięcie salda wpływów i wydatków ponoszonych w okresie trwania likwidacji oraz wydatków na samą likwidację.

⁶ J. G. Siegel, J. K. Shim, S. W. Hartman, *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 471.

Wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa można rozumieć dwojako, jako:

1) wartość netto, tj. różnicę między sumą wpływów i wydatków w okresie trwania likwidacji, przypadającą dla wspólników po zakończeniu procesu likwidacji⁷,

2) hipotetyczną cenę możliwą do uzyskania za przedsiębiorstwo pomniejszoną o wydatki związane z koniecznością przeprowadzenia procedury likwidacyjnej.

Podobieństwo tych ujęć jest tylko pozorne. Istota rozróżnienia tkwi w pojmowaniu wycenianego przedmiotu majątkowego, tj. przedsiębiorstwa, a ściślej w podejściu do zobowiązań obciążających przedsiębiorstwo. W pierwszym przypadku przez likwidacyjną wartość przedsiębiorstwa rozumieć należy wartość netto, tj. wartość po odjęciu zobowiązań. Można również mówić o ujemnej wartości przedsiębiorstwa, gdy kwota zobowiązań powiększona o wydatki na jego likwidację przewyższa ogólną wartość wpływów osiągniętych w procesie likwidacji⁸. W drugim przypadku przedsiębiorstwo nie obejmuje swym zakresem zobowiązań obciążających przedsiębiorcę, a więc o ujemnej wartości przedsiębiorstwa można byłoby mówić tylko wówczas, gdyby bezpośrednie wydatki poniesione na jego likwidację były wyższe od ogólnej wartości osiągniętych wpływów. Rozróżnienie tych dwóch sposobów ma jeszcze większe znaczenie, gdy wartość likwidacyjna rozważana jest w kontekście typów likwidacji i typów obiektów majątkowych, których wartość likwidacyjna jest szacowana. Zgodnie z art. 55¹ kodeksu cywilnego w skład przedsiębiorstwa wchodzi:

1) oznaczenia indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części,

2) własność nieruchomości lub ruchomości,

3) prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych,

4) wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,

5) koncesje, licencje i zezwolenia,

6) patenty i inne prawa własności przemysłowej,

7) majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,

8) tajemnice przedsiębiorstwa,

9) księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

⁷ T. Janusz, M. Przeździecka, *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Res Polona, Łódź 1992, s. 21.

⁸ Unikanie w tym przypadku kategorii memoriałowych, takich jak przychody i koszty, nie jest przypadkowe, gdyż okoliczności wyceny wskazują na potrzebę stosowania wyłącznie rachunku kasowego.

W myśl przepisów kodeksu cywilnego obowiązujących od 2004 r. w skład przedsiębiorstwa nie wchodzi więc zobowiązania. Długi i ciężary można jednak zbyć wówczas tylko za zgodą wszystkich wierzycieli odrębnymi postanowieniami umowy. Ta więc w zależności od okoliczności nabywca może przejąć jedynie przedsiębiorstwo, ale może przejąć również zobowiązania. Nawet jednak w tym drugim przypadku, z uwagi na odrębne postanowienia umowy i ryzyko nieudzielenia zgody przez niektórych wierzycieli, trudno mówić o wartości przedsiębiorstwa w znaczeniu wartości netto.

5. WARTOŚĆ LIKWIDACYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA W SYTUACJI LIKWIDACJI RESTRUKTURYZACYJNEJ

Jeżeli celem likwidacji przedsiębiorstwa, zorganizowanych jego części lub poszczególnych składników majątkowych jest restrukturyzacja działalności przedsiębiorcy, to należy sądzić, że formą likwidacji będzie sprzedaż przedsiębiorstw, a zobowiązania nie będą przejmowane przez nabywcę. Środki ze sprzedaży umożliwią spłatę zadłużenia lub zakup innego przedsiębiorstwa, którego eksploatacja umożliwi obsługę zadłużenia. Nabywcę przedsiębiorstwa obciąży jednak solidarna odpowiedzialność za długi. Wartość likwidacyjną w takiej sytuacji zależeć będzie od prawdopodobieństwa spłaty zadłużenia przez sprzedawcę. Wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa skorygowaną o ryzyko związane z solidarną odpowiedzialnością nabywcy można określić następująco:

$$LWP = WP - Z \cdot P(b) - KU,$$

gdzie:

LWP – skorygowana wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa,

WP – wartość przedsiębiorstwa,

Z – zobowiązania sprzedawcy w dacie zbycia przedsiębiorstwa,

P(b) – prawdopodobieństwo bankructwa sprzedawcy,

KU – koszty umów sprzedaży i przejęcia zobowiązań.

W przypadku wysokiego prawdopodobieństwa bankructwa sprzedawcy (bliskiego 1) skorygowana wartość likwidacyjna jest zbliżona do wartości likwidacyjnej netto, tj. wartości zmniejszonej o zobowiązania sprzedawcy. Nasuwa się więc następujące twierdzenie:

Jeżeli prawdopodobieństwo bankructwa sprzedawcy po sprzedaży przedsiębiorstwa jest wysokie, to do sprzedaży nie dojdzie, chyba że:

a) nabywca przeleje na konta wierzycieli sprzedawcy i w jego imieniu część wierzytelności mu należnej, a na konto sprzedawcy kwotę odpowiadającą skorygowanej wartości likwidacyjnej,

b) w trybie odrębnych umów i za zgodą wierzycieli nabywca przejmie również całość lub część zobowiązań obciążających sprzedawcę, a na konto sprzedawcy przeleje kwotę odpowiadającą skorygowanej wartości likwidacyjnej.

W sytuacji likwidacji restrukturyzacyjnej koszty likwidacji przedsiębiorstwa ograniczają się do opłat związanych z umowami cywilnoprawnymi sprzedaży przedsiębiorstwa i przejęcia zobowiązań. Wartość przedsiębiorstwa (*WP*) w sytuacji likwidacji restrukturyzacyjnej nie musi być wyznaczona metodami majątkowymi, gdyż przedsiębiorstwo w takiej sytuacji zachowało zdolność zarówno do obsługi zadłużenia, jak i do jego spłaty oraz do generowania dochodów i jego wartość może być oszacowana metodami dochodowymi.

6. WARTOŚĆ LIKWIDACYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA W SYTUACJI LIKWIDACJI W ZWYKŁYM TRYBIE

Likwidacja przedsiębiorstwa w zwykłym trybie oznacza jego zbycie w warunkach przewidywanego zakończenia bytu prawnego przedsiębiorcy. W takich okolicznościach można przyjąć, że przedsiębiorca utracił zdolność do obsługi zadłużenia, ale nie do jego spłaty. Jednak i w tych okolicznościach przedsiębiorca może podjąć próbę zbycia przedsiębiorstwa w całości. Z uwagi jednak na to, że obsługa zadłużenia nie wchodzi w grę (zakończenie bytu prawnego) po przeprowadzeniu procesu likwidacji, to wartość likwidacyjną nie określa już prawdopodobieństwo bankructwa, ale też nieuprawnione jest przyjęcie założenia do zdolności generowania dochodów. W tych więc okolicznościach, mimo że przedmiotem zbycia jest przedsiębiorstwo jako całość, jego wartość wyznacza likwidacyjna wartość aktywów (*LWA*):

$$LWPC = LWA - KU,$$

gdzie:

LWPC – likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa zbywanego w całości,
LWA – likwidacyjna wartość aktywów (bilansowych i pozabilansowych),
KU – koszty umów sprzedaży i przejęcia zobowiązań.

Przedsiębiorca musi się więc liczyć z tym, że wartość sprzedaży przedsiębiorstwa w tych okolicznościach będzie równa likwidacyjnej wartości aktywów, tj. wartości określonej warunkami sprzedaży poszczególnych składników (np. oszacowanej według formuły Wilcoxa). Efektem zbycia po tej cenie przedsiębiorstwa jako całości jest uniknięcie wydatków ponoszonych bezpośrednio na likwidację (m. in. odprawy pracowników). Można więc stwierdzić, że zastosowanie formuły Wilcoxa (oczywiście o parametrach zmodyfikowanych, uwzględniających charakter polskiego rynku wierzycielności i rynku dóbr) jest najbardziej stosowne do oszacowania likwidacyjnej wartości przedsiębiorstwa

w okolicznościach jego zbycia w całości, w sytuacji likwidacji w zwykłym trybie. Należałoby jednak oszacować również likwidacyjną wartość aktywów intelektualnych (wspomniane wartości intelektualne, organizacja itp.), a nie tylko wartość aktywów bilansowych.

Z kolei, jeżeli zbycie przedsiębiorstwa w całości nie jest uprawdopodobnione, to jego wartość likwidacyjna odpowiada likwidacyjnej wartości aktywów skorygowanej w sposób następujący:

$$LWP = LWAB + BWL - BRL,$$

gdzie:

LWP – likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa,

LWAB – likwidacyjna wartość aktywów bilansowych,

BWL – bezpośrednie wpływy operacyjne podczas likwidacji,

BRL – bezpośrednie wydatki operacyjne i na likwidację.

W tych okolicznościach formuła Wilcoxa mogłaby również zostać zastosowana, i to bez korekty o wartość likwidacyjną aktywów pozabilansowych, ale z korektą o saldo bezpośrednich wpływów i wydatków na likwidację równe *BWL* – *BRL*. Nasuwa się następujący wniosek:

Jeżeli nieuprawnione jest założenie kontynuacji działalności, to zbycie aktywów przedsiębiorstwa może powodować straty. Można je oszacować jako różnicę między wartością aktywów, określoną metodami dochodowymi, a wartością aktywów, określoną metodami majątkowymi. Można przyjąć, że różnica ta odpowiada sumie wartości firmy i wartości kapitału intelektualnego powiększonej o saldo bezpośrednich wpływów i wydatków na likwidację.

Tak więc zbycie przedsiębiorstwa w warunkach likwidacji bytu przedsiębiorcy wywołanej utratą zdolności do obsługi zadłużenia (a więc w warunkach bankructwa) wiąże się ze stratami po stronie zbywcy (koszty bankructwa) i z zyskami po stronie nabywcy wywołanymi niemożliwością uzyskania w cenie zwrotu wartości firmy, wartości intelektualnych i organizacji. Sprzedaż przedsiębiorstwa przez przedsiębiorcę-bankruta stanowi okazję dla nabywcy, gdyż w cenie nabycia nie zawiera się wartość firmy i organizacji, mimo że taka wartość istnieje i zostanie przejęta przez nabywcę. Jeżeli więc przedsiębiorca pragnie uniknąć tej straty, to powinien przed zbyciem przedsiębiorstwa podjąć działania naprawcze.

7. WARTOŚĆ LIKWIDACYJNA PRZEDSIĘBIORSTWA W SYTUACJI LIKWIDACJI W TRYBIE SZCZEGÓLNYM

Likwidacja w trybie szczególnym oznacza, że przedsiębiorstwo jest likwidowane w procesie upadłości przedsiębiorcy. Bankructwo przedsiębiorcy

i upadłość nie są tożsame. Bankructwo jest sytuacją obiektywną i oznacza stan, w którym przedsiębiorca zmuszony jest zaprzestać prowadzenia działalności zarobkowej z uwagi na skalę zadłużenia wykluczającą możliwość jego obsługi i konieczność jego spłaty środkami pochodzącymi ze sprzedaży przedsiębiorstwa. Upadłość jest formalnoprawną formą wyjścia ze stanu bankructwa albo poprzez restrukturyzację zadłużenia umożliwiającą jego obsługę i powrót do działalności zarobkowej (upadłość naprawcza), albo poprzez sprawiedliwą spłatę części wierzytelności, co umożliwi zakończenie bytu prawnego przedsiębiorcy, mimo że nie wszystkie zobowiązania zostaną spłacone.

W sytuacji upadłości likwidacyjna wartość przedsiębiorstwa zależy również od tego, czy uprawdopodobnione jest zbycie przedsiębiorstwa w całości, czy nie. Należy dodać, że syndyk jest zobowiązany podjąć próbę sprzedaży przedsiębiorstwa w całości. Jeżeli zbycie przedsiębiorstwa w całości jest uprawdopodobnione, to jego wartość likwidacyjna jest następująca:

$$LWP = WP - KU.$$

W stosunku do formuły określającej likwidacyjną wartość przedsiębiorstwa w warunkach likwidacji restrukturyzacyjnej w powyższej formule brak członu $Z \cdot P(b)$, gdyż w warunkach sprzedaży przedsiębiorstwa przez syndyka nabywcy nie obciąża solidarna odpowiedzialność za długi. Zadłużenie w warunkach upadłości obciąża bowiem jedynie tzw. masę upadłości, czyli środki pieniężne uzyskane po spieniężeniu majątku upadłego. W tych okolicznościach wartość ta jest wyższa. Rzadko kiedy dochodzi jednak do zbycia przedsiębiorstwa w całości, gdyż bardzo często syndyk nie dysponuje już przedsiębiorstwem w rozumieniu efektywnie zorganizowanych aktywów. Na ogół potencjalni nabywcy nie dostrzegają walorów stanowiących atrybuty przedsiębiorstwa, co zmusza do sprzedaży aktywów po cenie nawet niższej niż w warunkach likwidacji w zwykłym trybie, gdyż koszty (wydatki) postępowania upadłościowego są zdecydowanie wyższe od kosztów (wydatków) likwidacji (m. in. o wydatki na wynagrodzenie syndyka, wydatki na proces sądowy). Można zatem stwierdzić, że przedsiębiorstwo ma najniższą wartość likwidacyjną (wartość masy upadłości) w warunkach upadłości likwidacyjnej, gdy syndyk zbywa aktywa w częściach.

LITERATURA

- Duraj J., *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2000.
Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.

- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Kantor Wydawniczy ZAKAMY-CZE, Kraków 2000.
- Janusz T., Przeździecka M., *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Res Polona, Łódź 1992.
- Siegel J. G., Shim J. K., Hartman S. W., *Przewodnik po finansach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.

Daniel Stos

SELECTED ASPECTS OF DETERMINATION OF AN ENTERPRISE'S LIQUIDATION VALUE

Among many categories of the value of an enterprise an important position is held by its liquidation value. One of the fundamental motives in determination of the liquidation value of an enterprise is the need to value the maximum debt capacity. The necessity to determine the liquidation value is present also in the case of a necessary enterprise restructuring or where the legal form of the entrepreneur is to be terminated (eg. a company is to be dissolved). The method of determination of the liquidation value is classified among the so-called assets-based methods. However, there are situations in which the liquidation value can be determined with the use of income-based methods.