

GRZEGORZ WOJTKOWIAK

WARTOŚĆ LIKWIDACYJNA JAKO CZYNNIK KSZTAŁTUJĄCY DECYZJE STRATEGICZNE

Słowa kluczowe: wartość likwidacyjna, strategia wyjścia, wycena

Keywords: liquidation value, exit strategy, valuation

Klasyfikacja JEL: G32

Wprowadzenie

Powszechne dążenie do rozwoju i wzrostu nakazuje praktykom optymistyczną ocenę sytuacji przedsiębiorstwa. Podejmowanie działalności naturalnie związane jest z ryzykiem – niechęć do jego podejmowania jest przeciwskazaniem do prowadzenia firm. Jednocześnie świadomość ryzyka, zdolność jego mierzenia, a ponad wszystko umiejętność uwzględniania go w wyznaczaniu strategii i bieżącym podejmowaniu decyzji, ma kluczowe znaczenie dla utrzymania bezpiecznego wzrostu.

W okresach kryzysu wielkość ryzyka i ilość czynników, które na nie wpływają rosną. Dla wielu podmiotów ziszczenie się zagrożeń i negatywnych scenariuszy grozi nie tylko stratami, ale nawet likwidacją. Jednocześnie, niska świadomość powszechności kończenia działalności gospodarczej i niewielka wiedza na temat tego procesu utrudniają podejmowanie właściwych decyzji.

Szacowanie wartości nowych przedsięwzięć czy opłacalności inwestycji zwykle dokonywane są z uwzględnianiem ryzyka. Jest ono odzwierciedlane w kalkulowanych stopach dyskontowych jako tzw. premia za ryzyko, a także w korektach wyników. Standardem jest dokonywanie wycen z zastosowaniem zmiennych scenariuszy przebiegu projektów czy przeprowadzanie analizy wrażliwości. Do „elementarza” technik oceny należą także kalkulacja punktów zamknięcia w długim i krótkim okresie czasu czy obliczanie prognozy rentowności.

W podejmowanych na tej podstawie decyzjach rzadko uwzględnia się jednak strategię wyjścia obejmującą konieczność zakończenia działania. Jednocześnie, właściwie oszacowana wartość likwidacyjna mogłaby wpłynąć na większą elastyczność przy poszukiwaniu

inwestora lub nabywcy, a ewentualna likwidacja rozpoczęta we właściwym czasie mogłaby wygenerować dodatni kapitał.

W artykule wskazana zostanie skala likwidacji przedsiębiorstw – jako argument przemawiający za koniecznością upowszechniania wiedzy na temat kończenia działalności gospodarczej. Głównym celem będzie natomiast wskazanie czynników kształtujących wartość likwidacyjną oraz wpływ wyniku jej kalkulacji na decyzje podejmowane przez przedsiębiorców – zarówno właścicieli, jak i menedżerów.

Niniejsze opracowanie jest efektem badań autora zmierzających do poznania zasad przeprowadzania strategii wyjścia przez przedsiębiorców. Głównym narzędziem są wywiady ustrukturyzowane prowadzone w firmach konsultingowych i kancelariach zajmujących się doradztwem gospodarczym. W uzupełnieniu wykorzystano również badania wtórne i statystyki publikowane przez Eurostat i Główny Urząd Statystyczny.

Zamykanie przedsiębiorstw jako powszechne zjawisko

Wzrost gospodarczy i poziom przedsiębiorczości danego kraju często jest mierzony m.in. ilością nowopowstałych podmiotów. Niewątpliwie chęć podejmowania ryzyka pozwala na pozytywną ocenę swobód gospodarczych i infrastruktury rynkowej, jest też dobrym barometrem sytuacji gospodarczej. Przykładowo, w 2010 roku zarejestrowano 286,2 tys. podmiotów, to jest o 11 tys. więcej niż w roku wcześniejszym – może to zatem świadczyć o optymistycznej ocenie sytuacji dokonywanej przez nowych przedsiębiorców. Jednocześnie, już w ciągu roku od rozpoczęcia funkcjonowania około 23% firm zostaje zamkniętych, a po kolejnym roku na rynku pozostaje już tylko ok. 60% z nich¹.

Analizując wskaźniki przeżycia w czasie nie należy jednak wyciągać pochopnych wniosków. Nie świadczą one o wyjątkowo krytycznej sytuacji gospodarki w czasie kryzysu. Zamykanie działalności jest efektem wolnorynkowego „doboru naturalnego”. Nie każdy inicjator czy pomysłodawca musi odnieść sukces. Wielu z nich poszukuje możliwości działania i dróg do osiągnięcia przewagi konkurencyjnej, niekoniecznie odnosząc sukces za pierwszym razem.

Wnioski te potwierdza analiza danych statystycznych Unii Europejskiej i niektórych krajów Europy. W poniższej tabeli dokonano analizy ilości nowopowstałych i likwidowanych podmiotów gospodarczych w stosunku do ich liczby ogółem. Zestawienie wyników jako różnicy między ilością nowych a zamkniętych przedsiębiorstw pokazuje, że przypadek Polski² i skala likwidacji nie jest wyjątkowa. W badanej populacji zwracają uwagę takie

¹ Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006–2010, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2010, s. 32.

² Należy zwrócić uwagę, że dane wg Eurostatu różnią się nieznacznie od danych podawanych przez Główny Urząd Statystyczny – wynika to z różnic metodologii, które nie wpływają na wyniki i nie będą dalej omawiane.

kraje, jak Francja, w której powstaje najwięcej podmiotów, Litwa, która odnotowuje największe spadki oraz Estonia, charakteryzująca się znacznymi wahaniami.

Tabela 1

Populacja przedsiębiorstw w krajach Europy

Kraj, obszar	Liczba przedsiębiorstw		Nowe podmioty		Zamykane podmioty		Nowopowstałe netto	
			%					
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
Unia Europejska	–	23 985 734	–	9,9	–	10,5	–	–0,6
Austria	331 745	334 099	6,8	7,1	6,6	5,9	0,2	1,1
Belgia	521 634	526 013	5,4	4,6	4,2	10,9	1,2	–6,3
Bułgaria	271 272	327 647	18,2	17,6	13,1	7,9	5,1	9,8
Cypr	59 099	57 378	3,3	3,0	2,4	3,4	0,9	–0,3
Czechy	840 464	933 760	3,8	10,9	10,0	9,3	–6,2	1,6
Estonia	74 612	72 734	18,2	9,9	13,2	15,2	5,0	–5,2
Finlandia	281 485	283 955	10,8	9,2	6,3	8,2	4,5	1,0
Francja	2 670 242	2 901 100	9,7	15,4	7,7	7,3	2,0	8,0
Hiszpania	3 286 851	3 194 175	7,5	7,2	9,4	9,5	–2,0	–2,4
Holandia	758 648	808 679	14,4	12,1	7,1	7,0	7,3	5,1
Irlandia	203 083	199 241	5,9	6,9	7,1	7,8	–1,2	–0,9
Litwa	140 572	121 404	20,0	14,7	32,1	51,9	–12,0	–37,2
Luksemburg	25 898	26 686	9,9	9,3	7,7	8,5	2,2	0,7
Łotwa	77 299	79 742	14,0	16,4	14,0	20,7	0,0	–4,2
Niemcy	2 972 219	2 937 202	9,2	8,3	–	11,1	–	–2,8
Norwegia	272 075	271 208	9,6	8,7	6,5	5,4	3,1	3,2
Polska	1 834 960	1 910 364	13,1	12,8	9,6	11,7	3,6	1,2
Portugalia	799 978	761 565	10,5	11,3	17,0	18,6	–6,5	–7,3
Rumunia	512 753	498 127	14,7	9,5	10,4	18,0	4,3	–8,5
Słowacja	345 987	362 928	15,5	16,3	15,0	22,2	0,6	–5,9
Słowenia	113 313	119 653	11,7	11,3	6,6	6,4	5,1	4,9
Szwecja	636 225	651 917	7,1	7,1	5,9	6,2	1,2	0,9
Węgry	575 382	559 414	10,2	9,2	12,1	11,9	–2,0	–2,7
Wielka Brytania	2 157 830	2 109 610	13,0	10,1	11,8	14,3	1,2	–4,2
Włochy	4 054 307	3 998 096	7,1	7,2	7,8	7,7	–0,7	–0,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat, www.ec.europa.eu/eurostat (13.02.2013).

Szczegółowa analiza długookresowa ze wskazaniem korelacji między zmianami w populacji przedsiębiorstw i innymi czynnikami będzie z pewnością tematem przyszłych prac autora. Ukazane dane unaoczniają tylko skalę likwidacji i dowodzą konieczności szczegółowego badania problemu kończenia działalności i możliwości wygenerowania dodatniego kapitału czy ochrony początkowych wkładów.

Wartość likwidacyjna i czynniki ją kształtujące

Wartość likwidacyjna (zwana również upłynnieniową) określana jest w literaturze jako suma cen uzyskanych ze sprzedaży poszczególnych składników majątkowych lub całego przedsiębiorstwa. Metoda wyceny polega wówczas na obliczeniu wartości majątku, którą można uzyskać na wolnym rynku, pomniejszonej o zobowiązania i koszty związane z likwidacją (np. koszty sprzedaży czy zwolnienia pracowników, jeśli działalność zostaje faktycznie zakończona)³.

W literaturze wycena metodą wartości likwidacyjnej znajduje się w grupie metod majątkowych, nie oznacza to jednak, że w praktyce zawsze sprzedaży podlegają jedynie składniki majątkowe. Przy wycofywaniu się przedsiębiorstwa z niektórych sfer biznesu (np. w celu rozpoczęcia *outsourcingu*) możliwa jest sprzedaż zorganizowanych części działalności lub np. prywatyzacja menedżerska czy przejęcie pewnych zasobów przez wierzycieli w zamian za zobowiązania.

W tym miejscu warto zaznaczyć, że szacowanie wartości likwidacyjnej zdeterminowane jest wieloma czynnikami, wpływającymi zarówno na ceny sprzedaży danych składników, ich płynność, a także koszty procesu likwidacji.

Czynniki kształtujące ceny likwidowanych składników

Wartość likwidacyjna będzie różna w zależności od sytuacji podmiotu, który jest poddawany temu procesowi. Stan niewypłacalności powoduje powstanie dwóch efektów: konkurencji (powodujący wzrost zamożności konkurentów na skutek możliwości przejęcia klientów czy zakupu relatywnie tanich środków produkcji) oraz wpływu (związany z przekazywaniem kluczowych informacji do wiadomości kontrahentów)⁴. Upublicznienie informacji o niewypłacalności powoduje niechęć potencjalnych klientów, wynikającą z identyfikowania ryzyka prawnego, a także wynikającą z aspektów marketingowych – przypisy w nazwie wskazujący na upadłość wpływa na negatywny obraz dostawcy. Prowadzenie likwidacji w zwykłym trybie, bez udziału sądu upadłościowego i syndyka, nie wpłynie na powstanie takich efektów lub znacznie zmniejszy ich wpływ.

Istotnym czynnikiem kształtującym wartość likwidacyjną jest czas, w którym likwidacja może być prowadzona. Prosty przykładem wskazanym podczas badań była sytuacja dewelopera, który realizując porozumienie z wierzycielami zmuszony był do sprzedaży mieszkań w krótkim okresie. Zastosowanie tzw. dyskonta z tytułu szybkiej sprzedaży (ang. *fire sales*) znacznie zmniejsza wpływy z likwidacji⁵.

³ *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009, s. 545.

⁴ M. Stradomski: *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Grafika, Poznań 2006, s. 18.

⁵ C. Smithson: *Valuing Hard-to-Value Assets and Liabilities: Notes on Valuing Structured Credit Products*, „Journal Of Applied Finance” 2009, s. 11.

Z drugiej strony, likwidacja przedsiębiorstwa poprzez podział i wyodrębnianie np. zorganizowanych części, wymaga czasu. Ryzyko odejścia kluczowej kadry, rezygnacji klientów, utrata dostawców czy spadek wartości nieużywanych składników majątku (w tym koszty ponownego rozruchu) nakazują przyspieszenie działań likwidacyjnych. Potwierdzeniem tego wniosku są także postulaty związane z przyspieszeniem (wymuszeniem) ofert sprzedaży przedsiębiorstw znajdujących się w stanie upadłości⁶ – skrócenie czasu umożliwia zachowanie jego wartości niematerialnych, relacji handlowych czy kluczowej kadry.

Ostatnimi parametrami kształtującymi wynik szacunku wartości, dokonywany metodą likwidacyjną, są: zapłata istniejących zobowiązań oraz pokrycie kosztów przeprowadzenia samego procesu – w tym zobowiązań powstałych w wyniku samej decyzji o zakończeniu działania.

Czynniki kształtujące koszty likwidacji

Koszty prowadzenia procesu zakończenia działalności mogą być istotnym czynnikiem wpływającym na wartości uzyskiwane przez przedsiębiorców z likwidowanego przedsiębiorstwa. Podzielono je na trzy grupy: wydatki związane ze sprzedażą, koszty zakończenia wszelkich interesów prowadzonych przez przedsiębiorstwo oraz koszty administracyjno-prawne.

Koszty sprzedaży dotyczyć będą typowych kosztów transakcyjnych: wynagrodzenia sprzedawców, prowizji pośredników, kosztów marketingowych (np. ogłoszeń, aukcji), kosztów zawarcia umowy (doradztwa prawnego, kosztów notarialnych).

Istotne będą również koszty związane z procedurą likwidacyjną, której przebieg zależy od formy prawnej prowadzonej działalności, ma jednak wiele elementów spójnych. Przykładowo, w przypadku spółek kapitałowych konieczne jest dokonanie wszelkich niezbędnych czynności administracyjno-prawnych, m.in. zgłoszenie do odpowiednich ewidencji i rejestrów, wyznaczenie likwidatora (który również oczekuje wynagrodzenia), sporządzenie właściwej dokumentacji księgowej (pojawiają się koszty obsługi). Czynność wezwania wierzycieli do zgłaszania wierzytelności i spłata zobowiązań zrodzą raczej drobne koszty administracyjne, natomiast ściągnięcie wierzytelności od dłużników lub ich spieniężenie (sprzedaż z dyskontem) może istotnie uszczuplić przychody likwidacji⁷.

Znaczna grupa kosztów związana jest potencjalnymi zobowiązaniami, które przy zwykłej działalności nie są kalkulowane. Przykładowo, o ile powszechnym jest szacowanie rezerw np. na odprawy emerytalne czy nagrody jubileuszowe, to rezerwy związane z kosztami zwolnień wskazywane są dopiero przy planach restrukturyzacji lub likwidacji. Kosztami są zatem wszelkie działania związane z procesem *outplacementu*: od odpraw po wsparcie przy poszukiwaniu pracy.

⁶ *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010, s. 129.

⁷ K. Hałub, I. Jaroszewska-Ignatowska, P. Kawarski: *Przekształcenie, upadłość i likwidacja firmy*, Wydawnictwo Biblioteczka Pracownicza, Warszawa 2004, s. 19.

Znaczne wydatki procesu likwidacji mogą być związane z karami czy roszczeniami kontrahentów z tytułu niewykonanych umów, np. wcześniejszego zakończenia umów leasingowych czy niezakończenia realizacji dostaw lub świadczenia usług. W procesie likwidacji niezbędne jest również uwzględnienie kosztów zabezpieczenia praw klientów z tytułu gwarancji czy rękojmi oraz obowiązku świadczenia innych usług posprzedażowych.

W zależności od skali i specyfiki działania, pojawią się koszty archiwizacji dokumentów (choćby dokumentacji kadrowej), utylizacji odpadów czy niewykorzystanych materiałów lub półproduktów. Niektóre czynniki będą również zdeterminowane indywidualną sytuacją przedsiębiorcy, związaną np. z prowadzonymi postępowaniami sądowymi.

Analizując koszty likwidacji warto wspomnieć o koncepcji tzw. kosztów bankructwa, które występują, gdy firma nie jest w stanie realizować swoich zobowiązań w sposób trwały. M. Stradomski wyróżnił wpływ charakterystyki przedsiębiorstwa na ich wysokość, są to:

- silna dywersyfikacja produktów,
- wysoki udział wartości niematerialnych,
- wysoki udział kontraktów twardych (generujących zobowiązania, których niewykonanie rodzi znaczne koszty przyczyniające się do bankructwa),
- wysoki udział produkcji specjalistycznej⁸.

Na zakończenie rozważań warto też zwrócić uwagę na koszty podatkowe, zarówno wynikające z podatków dochodowych (choć podatek z tzw. remanentu likwidacyjnego już nie obowiązuje) oraz podatku od towarów i usług – analiza ich wpływu na koszty likwidacji, ze względu na obszerność zagadnienia, powinna być przedmiotem osobnego opracowania.

Rozbieżności w wartości wyceny likwidacyjnej

Wielość czynników kształtujących wartość likwidacyjną, a w szczególności częsty brak doświadczenia w podobnych sytuacjach, powodują, że pojawiają się często istotne rozbieżności w szacunkach. Różnice wyniku wycen przedsiębiorstw są naturalne i zależne od sposobu jej obliczania.

W sytuacjach kryzysowych i zastosowania wartości likwidacyjnych mogą pojawić się jednak rozbieżności o znacznej skali. Problem ten wyraźnie wskazali badacze rynku amerykańskiego, którzy analizowali szacunki wartości spółek restrukturyzowanych wg tzw. artykułu 11 prawa upadłościowego. Wskazane dysproporcje były nawet dwukrotne, przykładowo:

- Storage Technology: dłużnik wycenił firmę między 500 a 600 mln USD, wierzyciele twierdzili, że była warta jedynie 250 mln USD,
- Mirant: dłużnik wycenił firmę między 7,7 do 9 mld USD; komitet udziałowców twierdził, że wartość ta jest bliższa 13 mld USD,

⁸ M. Stradomski: *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Grafika, Poznań 2006, s. 17.

- Exide Technologies: plan dłużnika opierał się na wartości między 950 a 1050 mln USD, a według komitetu wierzycieli niezabezpieczonych, wartość ta miała wynosić między 1,5 a 1,7 mld USD⁹.

Znamienne jest, że wskazane rozbieżności nie dotyczyły tylko potencjalnego zawyżenia wartości przez dłużnika, ale również przypadków wyższej wyceny dokonywanej przez wierzycieli. Stanowisko restrukturyzowanego podmiotu jest klarowne: zawyżając wartość, może on dążyć do uprawdopodobnienia restrukturyzacji i zachęcenia inwestorów czy wierzycieli do konwersji zadłużenia na akcje. Wskazywanie wyższej wyceny przez wierzycieli może być zaskakujące. Wytlumaczeniem w tym wypadku może być kalkulowane przez nich ryzyko związane ze zbyt niską sprzedażą aktywów przedsiębiorstwa czy chęcią pogorszenia (z punktu widzenia wierzycieli) warunków spłaty zobowiązań.

Analiza zależności wartości spółek od sposobu wyceny, w tym uwzględniania wartości likwidacyjnej majątku i całego przedsiębiorstwa, jest przedmiotem osobnych badań autora¹⁰.

Szacunek wartości likwidacyjnej i jej znaczenia dla podejmowania decyzji

Likwidacja jest opcją tzw. strategii wyjścia, której realizacja jest wynikiem wielu słabości wewnętrznych i zagrożeń otoczenia przeważających nad siłami i szansami. W innym układzie wyborów strategicznych, w wymiarze kierunków rozwoju organizacji pojawia się opcja dezinvestycji¹¹. Wskazana wcześniej skala zamykania działania i strategiczna waga dokonywanych wyborów nakazują bliższą analizę potencjalnej wartości likwidacyjnej.

Altman i Hotchkiss wskazują, że wartości wyceny mogą być stosowane do celów strategicznych jako element negocjacji programu naprawczego. Pojawiają się jednak wówczas różnice szacowanych wartości. Są one wynikiem braku obiektywizmu, na który wpływają m.in. różnice sił negocjacyjnych stron (np. dłużników różnych kategorii zaspokajania), posiadanie przez zarząd akcji reorganizowanej firmy, istnienie zewnętrznych inwestorów zainteresowanych dłużnikiem czy rotacja na stanowiskach kierowniczych¹².

Podobnie w sytuacji upadłości, prawdopodobieństwo zawarcia układu zależy bezpośrednio od wyceny przepływów uzyskiwanych w różnych scenariuszach: likwidacyjnym i upadłościowym. Sąd i wierzyciele wyrażą zgodę na układ, jeśli przepływy (z uwzględnie-

⁹ E.I. Altman, E. Hotchkiss: *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 92.

¹⁰ Badania te obejmują spółki notowane na GPW, postawione w stan niewypłacalności; prowadzone są z drem P. Boberem z Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu i będą przedmiotem przyszłych publikacji.

¹¹ E. Urbanowska-Sojkin: *Podstawy wyborów strategicznych w przedsiębiorstwach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011, s. 45.

¹² E. I. Altman, E. Hotchkiss: *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 92.

niem ryzyka) z restrukturyzacji majątku i przyszłej działalności będą większe od przychodów z likwidacji.

Sama wartość likwidacyjna wpływa bezpośrednio na możliwość negocjacji z wierzycielami już w sytuacji zagrożenia postępowaniem upadłościowym. W badaniach zidentyfikowano przedsiębiorstwo, które znajdowało się w sytuacji niewypłacalności, jednak jego wierzyciele, stojąc przed wyborem zgody na restrukturyzację a kosztami związanymi z prowadzeniem postępowania upadłościowego, zdecydowali się na podjęcie ryzyka kontynuacji działalności i zawarcia „układu” poza ramami prawa upadłościowego. Wnioski takie potwierdzają badacze amerykańscy: E. Benmelech i N. Bergman, analizując sytuację finansową linii lotniczych wykazali, że wartość likwidacyjna zmienia podział siły przetargowej między wierzycielami i dłużnikami, ułatwiając negocjowanie zmiany warunków handlowych¹³.

Przychody i koszty postępowania likwidacyjnego będą należały do jednego ze scenariuszy analiz dokonywanych przy rozpoczynaniu projektów inwestycyjnych. Potencjalne negatywne wyniki wpłyną na poziom ryzyka i oczekiwaną stopę zwrotu. Wykorzystanie informacji o wartości likwidacyjnej ma również znaczenie przy wyborze sposobu finansowania nowopowstałych działalności. W sytuacjach zagrożenia instytucje finansowe zwykle bardziej krytycznie oceniają sytuację, dążąc do likwidacji i licząc na wyższą wartość majątku nowej działalności. Dostawcy (udzielający kredytów kupieckich) chętniej budują relacje licząc na przyszłe kontakty handlowe¹⁴.

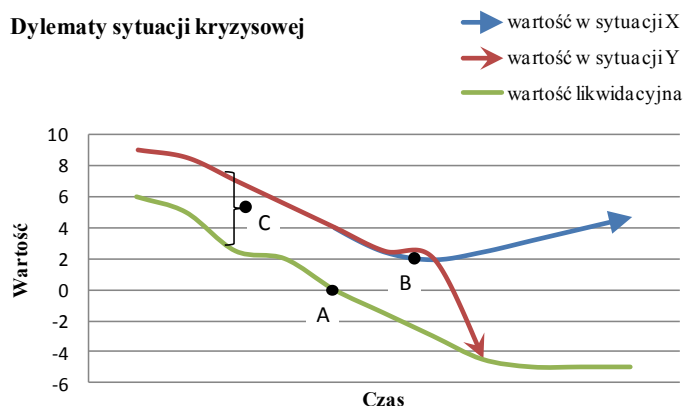
Koszty związane z likwidacją powinny być też argumentem wykorzystywanym do podejmowania innych znaczących decyzji gospodarczych. Wspomniane wcześniej zależności tych kosztów, np. od typu kontraktów, powinny wpłynąć na wynik oceny chęci realizacji znacznych zleceń, które z jednej strony mogą spowodować dynamiczny wzrost organizacji, a z drugiej, w przypadku niepowodzenia, być przyczyną nie tylko strat, ale likwidacji.

Podsumowując rozważania, warto wskazać na oczywistą zależność: wycena wartości likwidacyjnej będzie najniższą wartością przedsiębiorstwa. Z jej istoty wynika fakt, że może być ujemna, jeśli koszty likwidacji będą wyższe od przychodów. Dla ukazania znaczenia tej wyceny, na rysunku wskazano sytuację hipotetycznego przedsiębiorstwa.

Przedsiębiorca znajdujący się w sytuacji C i znający wartość swojego przedsiębiorstwa wg wyceny likwidacyjnej i wyceny przeprowadzonej inną metodą (wartość w sytuacji Y) ma szansę na podjęcie decyzji o sprzedaży. Przewidując ryzyko niepowodzeń, może podjąć decyzję o sprzedaży nawet za cenę niższą od wartości Y, ale wyższą niż wartość likwidacyjna. Może również podjąć decyzję o likwidacji, która pozwoli mu na wygenerowanie dodatniego kapitału likwidacyjnego.

¹³ E. Benmelech, N. Bergman: *Liquidation values and the credibility of financial contract renegotiation: evidence from U.S. airlines*, „Quarterly Journal Of Economics” 2008, nr 123 (4), s. 1635.

¹⁴ N. Huyghebaert, L. Van De Gucht, C. Van Hulle: *The Choice between Bank Debt and Trade Credit in Business Start-ups*, „Small Business Economics” 2007, nr 29 (4), s. 435.



Rysunek 1. Znaczenie wartości likwidacyjnej – prezentacja graficzna

Źródło: opracowanie własne.

Jeśli jednak zdecyduje się na dalsze działanie, to mimo dodatniej wartości Y, wartość likwidacyjna w punkcie A osiągnie wartość zerową. Sprzedaż przedsiębiorstwa nadal będzie możliwa (za niższą wartość niż wcześniej), ale jego likwidacja nie przyniesie dochodu, a w przyszłości może wymagać poniesienia dodatkowych kosztów (lub ogłoszenia upadłości).

Przedsiębiorca może nadal kontynuować działalność, licząc, że w sytuacji B zmieni się jego położenie (np. w wyniku zakończenia kontraktu czy negocjowania zlecenia) i wartość będzie się kształtowała według scenariusza X, jednak niepowodzenie może spowodować kontynuację trendu Y i spowodować nagły spadek wartości – w wycenie likwidacyjnej już poniżej zera, czyli ze wszystkimi konsekwencjami niewypłacalności.

Podsumowanie

Popularność stosowania wycen likwidacyjnych do oceny ryzyka nowych projektów nie jest zbyt duża. Przykładowo, w badaniach innych autorów wykazano, że amerykańskie fundusze tzw. *venture capital* znacznie częściej stosują te metody niż podmioty azjatyckie czy europejskie¹⁵.

Wskazana w artykule liczba przedsiębiorstw, które kończą swoją działalność nakazuje jednak przywiązanie większej uwagi do szacowania tej wartości. Wielość czynników kształtujących wartość likwidacyjną oraz waga decyzji, które na jej podstawie są lub powinny być podejmowane, uświadamia znaczenie tych kalkulacji. Ich wagę pokazują cho-

¹⁵ M. Wright, A. Lockett, S. Pruthi, S. Manigart, H. Sapienza, P. Desbrieres, U. Hommel: *Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia*, „Journal of International Entrepreneurship” Grudzień 2004, s. 305.

ciażby doświadczenia wynikające z prowadzonych postępowań upadłościowych. Według badań D. Barana¹⁶, przychody z masy upadłości to niespełna 27% szacowanej pierwotnie masy upadłości – obliczanej przecież w warunkach identyfikowanych zagrożeń.

Podobnie w sytuacjach powstających i wzrastających przedsiębiorstwach czy inwestycji kapitałowych wysokiego ryzyka, prawidłowe oszacowanie wartości likwidacyjnej wpłynie na wybór prawidłowego momentu wyjścia z inwestycji lub wskazania odpowiednio wysokich warunków premii za ryzyko.

Prawidłowe oszacowanie wartości likwidacyjnej będzie zatem kluczem do podejmowania prawidłowych decyzji strategicznych, uwzględniających poziom ryzyka. Dalsze upowszechnianie i doskonalenie metod wyceny likwidacyjnej, a w szczególności uświadamianie o ich istotności, może zapobiec nietrafionym inwestycjom czy sytuacjom niewypłacalności – trwanie i działanie za wszelką cenę nie zawsze będzie optymalnym wyborem.

Literatura

- Altman E. I., Hotchkiss E.: *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007.
- Bazy danych Eurostat, www.ec.europa.eu/eurostat (13.02.2013).
- Benmelech E., Bergman N.: *Liquidation values and the credibility of financial contract renegotiation: evidence from U.S. airlines*, „Quarterly Journal of Economics” 2008, nr 123 (4).
- Hałub K., Jaroszewska-Ignatowska I., Kawarski P.: *Przekształcenie, upadłość i likwidacja firmy*, Wydawnictwo Biblioteczka Pracownicza, Warszawa 2004.
- Huyghebaert N., Van De Gucht L., Van Hulle C.: *The Choice between Bank Debt and Trade Credit in Business Start-ups*, „Small Business Economics” 2007, nr 29 (4).
- Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?*, red. E. Mączyńska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2010.
- Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009.
- Smithson C.: *Valuing Hard-to-Value Assets and Liabilities: Notes on Valuing Structured Credit Products*, „Journal of Applied Finance” 2009.
- Stradomski M.: *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Grafika, Poznań 2006.
- Urbanowska-Sojkin E.: *Podstawy wyborów strategicznych w przedsiębiorstwach*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2011.
- Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2006–2010*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2010.

¹⁶ *Meandry upadłości przedsiębiorstw. Klęska czy druga szansa?...*, s. 127.

Wright M., Lockett A., Pruthi S., Manigart S., Sapienza H., Desbrieres P., Hommel U.: *Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia*, „Journal of International Entrepreneurship”, grudzień 2004.

dr Grzegorz Wojtkowiak
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

Streszczenie

Artykuł podejmuje temat znaczenia wartości likwidacyjnej. W artykule wskazano skalę likwidacji przedsiębiorstw – jako argument przemawiający za koniecznością upowszechniania wiedzy na temat kończenia działalności gospodarczej. Realizując główny cel artykułu, wskazano czynniki kształtujące wartość likwidacyjną oraz wpływ wyniku tej kalkulacji na decyzje podejmowane przez przedsiębiorców. Zaznaczono wagę szacunku wartości likwidacyjnej nie tylko w kryzysie i zagrożeniu niewypłacalnością, ale również w fazie inicjacji projektów.

LIQUIDATION VALUE AS A FACTOR AFFECTING STRATEGIC DECISIONS

Summary

The article brings up the subject of liquidation value's significance. The scale of the liquidation of companies has been presented as an argument to popularize knowledge about termination of enterprises. Realizing the main goal of the article, the author indicates the factors, which affect the liquidation value and the influence of such calculations on the entrepreneur's decisions. The importance of estimation of liquidation value has been emphasized, not only in the situation of crisis or threat of insolvency, but also in the phase of commencement of projects.