

Grażyna Osbert-Pociecha, Wojciech Pociecha

WYCENA I RAPORTOWANIE KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO – CASE STUDY NA PRZYKŁADZIE FIRMY SZKOLENIOWO-DORADCZEJ (T&C)

1. Wstęp

Celem niniejszego artykułu jest zwrócenie uwagi na potrzebę identyfikowania i mierzenia kapitału intelektualnego w firmie jako przesłanki do formułowania jej strategii rozwoju i budowania przewagi konkurencyjnej. W części teoretycznej dokonano przeglądu literatury na temat istoty kapitału intelektualnego i jego roli w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa oraz zaprezentowano metody pomiaru z wykorzystaniem miar częściowych lub zagregowanych nawiązujących do koncepcji integrowania miar ilościowych i jakościowych zaczerpniętej z koncepcji zrównoważonej karty wyników. Rozważania te uzupełniono egzemplifikacją wyceny kapitału intelektualnego firmy reprezentującej sektor usług szkoleniowo-doradczych. Firma ta, ujawniając ogromną dysproporcję między wartością księgową spółki a wartością jej kapitału intelektualnego, potwierdziła opinię, że w przedsiębiorstwach (szczególnie tych opartych na wiedzy) to właśnie aktywa niematerialne, mimo że nie wykazywane w sprawozdaniach finansowych, przesądzają o wartości firmy.

2. Rola kapitału intelektualnego

Zgodnie z teorią zasobową, istotą przedsiębiorstwa jest gospodarowanie zasobami i ich transformacja w produkty finalne – wyroby bądź usługi [14]. Pojęcie zasobów obejmuje zarówno zasoby materialne (rzeczowe, finansowe), jak i niematerialne (ludzkie, organizacyjne). Racjonalizując gospodarowanie tymi zasobami, wcześniej, w epoce industrialnej, skupiano się głównie na zasobach materialnych, podczas gdy obecnie punkt ciężkości w poszukiwaniu efektywności przesunął się

na zasoby niematerialne. M. Sulimowska-Formowicz [21, s. 41] zauważa, że obecnie firma jest podmiotem rozwijającym się, akumulującym zdobywaną wiedzę, tworzącym wewnętrzne kompetencje i umiejętności, na których są budowane jej zdolność konkurencyjna i pozycja.

P.F. Drucker [3, s. 27] stwierdza, że wiedza w nowej gospodarce nie jest jeszcze jednym czynnikiem produkcji, jak: ziemia, praca czy kapitał, ale staje się czynnikiem determinującym, który nadaje nowemu społeczeństwu zupełnie unikatowy charakter. Wynika to przede wszystkim z tego, że wiedza w przeciwieństwie do pozostałych czynników produkcji nie poddaje się prawu malejących przychodów [15, s. 68]. Przyczyny tego zjawiska są następujące:

- wiedza jest kosztowna na etapie tworzenia, ale tania w fazie wykorzystywania,
- zasoby wiedzy są nieograniczone,
- wiedza jest nośnikiem zespolenia przedsiębiorstwa i klientów,
- wiedza zapewnia ciągłą odnowę przedsiębiorstwa.

Podobnie jak P.F. Drucker, również J.B. Quinn [17] postrzega źródło ekonomicznej i wytwórczej siły nowoczesnych korporacji w ich zdolnościach intelektualnych i usługowych, a nie w majątku produkcyjnym, tj. ziemi, maszynach i urządzeniach czy wyposażeniu. Co więcej, podkreśla on, że wartość większości produktów i usług zależy od tego, czy ma się dostęp do takich „wiedzopochodnych” czynników, jak: technologiczne *know how*, wzornictwo, wizerunek marketingowy, zrozumienie klienta, indywidualna kreatywność i innowacyjność.

Ta ewolucja w postrzeganiu czynników warunkujących rozwój zarówno gospodarki, jak i poszczególnych przedsiębiorstw znajduje odzwierciedlenie w koncepcji organizacji uczącej się. Jak pisze M. Przybyła [16, s. 424], przesłanki tej ewolucji są związane z koniecznością dostosowywania sposobów zarządzania przedsiębiorstwem do ciągłych zmian zachodzących w jego otoczeniu i chęci osiągania przewagi konkurencyjnej. We współczesnej gospodarce przedsiębiorstwa nie mogą liczyć wyłącznie na tradycyjne czynniki sukcesu, jak doświadczenie, ekonomia skali czy marketing. Tym, co decyduje o ich powodzeniu, jest przede wszystkim umiejętność dostosowywania się do nowych, stale zmieniających się warunków oraz umiejętność tworzenia nowych rynków i wprowadzania na nie nowych produktów. Można to osiągnąć dzięki wiedzy, rozumianej jako ogół wiadomości zdobytych dzięki uczeniu się. Owa zdolność tworzenia wiedzy, uczenia się, pobudzania innowacyjności – to są cechy organizacji opartej na wiedzy.

J. Brilman [2, s. 394] zauważa, że skuteczne działanie w świecie, który komunikuje się z nami za pomocą komputerów i sieci informatycznej oraz stopniowo rozstaje się z używanym od wieków ołówkiem, trzeba mieć coraz więcej wiedzy z różnych dziedzin. W otoczeniu, w którym technologie i metodologie szybko się zmieniają, człowiek wciąż staje wobec konieczności uczenia się nowych narzędzi, sposobów działania, zachowań, zadań, ról i funkcji. Dzieje się tak nawet, gdy nie następuje zmiana organizacji, struktury czy systemu wartości.

Podsumowując, można więc stwierdzić, iż stopniowo wzrasta świadomość roli zasobów o charakterze niematerialnym. Nie towarzyszy temu jednak odpowiednio zaawansowana operacjonalizacja, co oznacza, że wciąż w narzędziach zarządzania (w tym w sprawozdawczości finansowej czy rachunkowości zarządczej) dominuje tradycyjne podejście, dające priorytet zasobom „twardym”, gdy tymczasem, jak podkreśla R. Karlgaard, „wiedza człowieka i zasoby intelektualne są najbardziej wartościowymi aktywami każdej spółki” [5, s. 10].

Rosnąca świadomość wpływu aktywów niematerialnych na wartość firmy skutkuje narastaniem krytyki wobec tradycyjnego modelu sprawozdawczości finansowej, ukierunkowanego głównie na rejestrowanie zmian w aktywach materialnych i nie obejmującego tym samym wszystkich czynników wpływających na przyszłe funkcjonowanie firmy, jej kondycję finansową lub pozycję rynkową. Ograniczenia tradycyjnego modelu rachunkowości sprawiają, iż nie jest on w stanie wywiązać się z zadań dotyczących rokowania o przyszłości firmy na podstawie jej sprawozdań finansowych. Malejąca użyteczność tych sprawozdań jako narzędzia wspomagającego podejmowanie decyzji wiąże się z koniecznością opracowania sposobu pełniejszego raportowania sytuacji przedsiębiorstwa, ze szczególnym uwzględnieniem jego zasobów niematerialnych.

3. Identyfikacja i pomiar kapitału intelektualnego

Punktem wyjścia do zarządzania kapitałem intelektualnym jest jego identyfikacja i pomiar. Kapitał intelektualny, podobnie jak wiele innych fundamentalnych kategorii nauk ekonomicznych, nauk o zarządzaniu, nie daje się łatwo i jednoznacznie zdefiniować. Badacze wywodzący się z różnych dziedzin podejmują kolejne próby zdefiniowania kapitału intelektualnego, co skutkuje mnogością definicji i różnym stopniem ich użyteczności. W tabeli 1 zestawiono definicje wybranych autorów, identyfikujące istotę kapitału intelektualnego.

W świetle zaprezentowanych definicji trudno uznać, że pojęcie kapitału intelektualnego zostało już w pełni ustrukturalizowane. Jego identyfikacja trwa nadal, a punkt ciężkości przesuwają się od ujęcia statycznego, sprowadzającego się głównie do wylistowania elementów składowych i sprecyzowania kryteriów do ich pogrupowania, do ujęcia dynamicznego, podejmującego próbę odzwierciedlenia relacji zachodzących pomiędzy elementami składowymi i ulokowania kapitału intelektualnego na mapie kapitału całkowitego organizacji. Nie oznacza to jednak, że nie podejmuje się prób pomiaru tego kapitału. Bezpośrednią motywacją jest z jednej strony świadomość, jak krytyczne znaczenia dla rozwoju organizacji ma kapitał intelektualny, z drugiej strony jest to chęć uczynienia zadość tradycji wynikającej z powiedzenia, „jeśli nie można czegoś zmierzyć, nie można też tym zarządzać”.

Tabela 1. Definiowanie kapitału intelektualnego w świetle literatury przedmiotu

Autor/organizacja	Definicja
L. Edvinsson, M. Malone	rozwiniecie pojęcia kapitału intelektualnego prezentuje za pomocą następujących równań: $\begin{aligned} \text{kapitał intelektualny} &= \\ &= \text{kapitał ludzki} + \text{kapitał strukturalny} \\ \text{kapitał strukturalny} &= \\ &= \text{kapitał klientów} + \text{kapitał organizacyjny} \\ \text{kapitał organizacyjny} &= \\ &= \text{kapitał innowacyjny} + \text{kapitał procesowy} \end{aligned}$
T.A. Stewart	kapitał intelektualny stanowi sumę wszystkiego, co każdy w przedsiębiorstwie wie i co decyduje o przewadze konkurencyjnej firmy. Składa się na niego wiedza, informacja, własność intelektualna, doświadczenie
Organizacja ds. Ekonomicznej Współpracy i Rozwoju (OECD) na bazie doświadczeń i badań K. Sveiby'ego, L. Edvinssona i M. Malone'a, czy T.A. Stewarta	kapitał intelektualny zdefiniowany został jako ekonomiczna wartość dwóch kategorii nienamacalnych aktywów (<i>intangible assets</i>) przedsiębiorstwa: kapitału organizacyjnego (strukturalnego) i kapitału ludzkiego
L.A. Joia	kapitał intelektualny jest sumą „nieuchwytnych” aktywów przedsiębiorstwa, nie zawartych w bilansie, a mających wpływ na jego wartość rynkową; wyraża się to następującym równaniem: $\begin{aligned} \text{wartość rynkowa} &= \\ &= \text{wartość księgowa} + \text{kapitał intelektualny} \end{aligned}$
Europejska Komisja Stowarzyszenia Technologii Informacyjnych (ECIST), autorzy projektu Magic	kapitał intelektualny jest efektem wzajemnych powiązań i zależności pomiędzy następującymi składnikami: kapitałem ludzkim, kapitałem organizacyjnym, kapitałem rynkowym i innowacyjnym
J. Roos, G. Roos, N.C. Dragonetti, L. Edvinson	kapitał intelektualny jako język myślenia i zbiór technik działania odnoszących się do nośników przyszłych wyników przedsiębiorstwa obejmuje więzi z klientami i partnerami, przedsięwzięcia innowacyjne, architekturę organizacyjną przedsiębiorstwa, wiedzę i umiejętności ludzi itp.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [5, s. 7; 20; 12, s. 158; 7, s. 70; 19, s. 128; 18, s. 15].

Potrzeba pomiaru kapitału intelektualnego wiąże się wprost z wypełnieniem zadań sprawozdawczości jako narzędzia zarządzania, tj. dostarczenia pełnej i wiarygodnej informacji o zasobach przedsiębiorstwa, jego zobowiązaniach itp., czyli o determinantach wykonania określonych zadań w przyszłości, zrealizowania misji strategicznej i ostatecznie o utrzymaniu bądź zmianie koncepcji biznesowego działania. Pomiar kapitału intelektualnego stwarza też przesłanki do podejmowania decyzji o inwestowaniu w zasoby/aktywa intelektualne.

To, aby wybory (decyzje) zarządzających firmami zagwarantowały odpowiednią efektywność działania oraz osiągnięcie przewagi konkurencyjnej na rynku, respektując informacje, wynikające ze sprawozdawczości, jest istotne zarówno z ich punktu widzenia, jak i z punktu widzenia inwestorów zewnętrznych (zainte-

resowanych jednocześnie pomnażaniem już zaangażowanego kapitału i szukaniem przekonujących zachęt do dalszego inwestowania). Potrzeba ujawniania informacji o kapitale intelektualnym jest uzasadniona również ze względu na utrzymywanie sprawnej komunikacji firmy z tzw. stakeholdersami.

Tymczasem obowiązujący wciąż model sprawozdawczości finansowej uniemożliwia adekwatne zobrazowanie sytuacji przedsiębiorstwa. Koncentruje on uwagę na zasobach materialnych, co prowadzi do sytuacji, w której kapitał intelektualny, związany głównie z zasobami niematerialnymi, przesądzając o przewadze konkurencyjnej przedsiębiorstwa, nie jest uwzględniany w wycenie księgowej wartości przedsiębiorstwa lub jest uwzględniana tylko niewielka jego część, zawarta w tzw. goodwillu. Z tego powodu tradycyjne sprawozdania finansowe tracą wiarygodność i pojawia się pilna potrzeba zintensyfikowania prac nad ustaleniem standardów pomiaru kapitału intelektualnego. Do czasu ich wypracowania, co wiąże się z koniecznością osiągnięcia konsensusu m.in. co do ram koncepcyjnych, struktury i rodzajów kapitału intelektualnego, wydaje się konieczne przyjęcie przejściowych rozwiązań, poprawiających użyteczność istniejącego systemu sprawozdawczości np. poprzez wprowadzenie informacji dodatkowej w raportach rocznych ujawniających dane o wybranych aktywach niematerialnych firmy.

Trudno jednoznacznie przesądzić, czy takie rozwiązanie powinno mieć charakter obligatoryjny, czy fakultatywny. Należy zauważyć, iż obok racjonalnych przesłanek, np. związanych z ograniczeniem ryzyka działalności danej firmy, ujawnienie dodatkowych informacji o kapitale intelektualnym może być źródłem jej potencjalnego zagrożenia, tj. prowadzić do odkrycia przez konkurencję uwarunkowań przewagi strategicznej. Być może wystarczającym rozstrzygnięciem tej kwestii powinno być zachowanie analogiczne jak w przypadku wprowadzania systemu zapewnienia jakości opartego na normach ISO. Decyzja o ich wprowadzeniu jest dobrowolną decyzją poszczególnych podmiotów, wymuszana wszakże stopniem nasilenia konkurencyjności w otoczeniu rynkowym danej firmy.

Już dzisiaj jest wiele firm, które w sposób systematyczny bądź sporadyczny (wynikający z konkretnej sytuacji, np. z zamiaru zawarcia aliansu strategicznego lub dokonania kolejnej emisji akcji) stosują się do zalecenia ujawniania stanu i struktury swojego kapitału intelektualnego, rozbudowując w tym celu odpowiednie służby w ramach swojej struktury organizacyjnej oraz decydując się na ponoszenie związanych z tym kosztów.

Uznając konieczność sytuacyjnego podejścia do kwestii ujawniania kapitału intelektualnego podczas jego mierzenia oraz biorąc pod uwagę kryterium celu i adresata, można wyodrębnić dwa sposoby pomiaru:

- 1) pomiar ciągły (monitorowanie) ściśle związany z procesem kreowania wartości firmy; skupia się na konfiguracji różnorodnych czynników (aktywów) w taki sposób, aby zapewniały one kontynuowanie koncepcji biznesowego działania i utrzymywanie konkurencyjności na rynku; jego adresatami są przede wszystkim kadra zarządzająca i pracownicy;

2) pomiar „punktowy” (sprawdzający) sprowadzający się do ustalenia wartości (wyceny) aktywów stanowiących kapitał intelektualny na określony moment; jego adresatami są głównie interesariusze, podmioty zewnętrzne.

Najogólniej miary kapitału intelektualnego można podzielić na [4, s. 266]:

- jakościowe, mające charakter wyłącznie opisowy, rejestrujące zmiany, określające, co się zmieniło,
- ilościowe, opisujące, ile się zmieniło.

Wśród tych ostatnich z kolei można wyodrębnić:

- wektory będące bezpośrednimi miarami kapitału intelektualnego – dostarczają informacji o stanie i wartości tego kapitału, służą do pomiaru kapitału intelektualnego jako całości; zalicza się tu, zgodnie z definicją przyjętą przez OECD, m.in. różnicę pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową firmy, wskaźnik P/BV, czyli relację ceny do wartości księgowej, tzw. wskaźnik Q Tobina, który określa stosunek wartości rynkowej do wartości odtworzeniowej posiadanych przez przedsiębiorstwo aktywów, algorytm B. Leva, metodę CIV (Calculated Intangible Value) [1], tzw. formułę P. Strassmana, metodę DIC (Direct Intellectual Capital) [1, s. 422];
- informatory będące pośrednimi miarami kapitału intelektualnego – informują głównie o kierunkach jego zmian, stosuje się je w sytuacji, gdy występują trudności z zastosowaniem wektorów, najczęściej wykorzystuje się je do pomiaru elementów składowych kapitału intelektualnego; najpopularniejszym, a zarazem najobszerniejszym zestawem informatorów jako miar kapitału intelektualnego jest propozycja L. Edvinssona i M. Malone’a [5, s. 129-132], obejmująca 5 obszarów, tj. obszar finansowy, obszar klientów, obszar procesów, obszar rozwoju i obszar ludzki; przegląd pozostałych informacyjnych miar kapitału intelektualnego (w tym metodę ICM Group, metodę CMA, propozycję J. Rossa i współpracowników) zaprezentowali J. Liebowitz i C.Y. Suen [10, s. 54-67].

Jak wynika z powyższych rozważań, dostępna mnogość miar cząstkowych pozwala na ich konfigurowanie, tworzenie syntetycznych agregatów dostosowanych do specyfiki branżowej, wielkości firmy czy jej fazy cyklu życia itp. Konstruowane w ten sposób modele/standardy raportowania, wykorzystując bardzo często koncepcję zrównoważonej karty wyników opracowaną przez R. Kaplana i D. Nortona [8], zapewniają:

- przez wymiar retrospektywny – możliwość kontrolowania w czasie i w przestrzeni (np. w odniesieniu do poszczególnych jednostek wewnętrznych) stanu i struktury kapitału intelektualnego jednocześnie służą ocenie realizacji wybranej strategii rozwoju,
- przez wymiar prospektywny – możliwość kształtowania (w ramach decyzji alokacyjnych) określonych zasobów, procesów zapewniających realizację sformułowanej strategii rozwoju.

Dodatkowym uzasadnieniem ich stosowania jest to, że gwarantują większą systematyczność w ujmowaniu złożonej natury kapitału intelektualnego.

Do najbardziej znanych standardów raportowania kapitału intelektualnego należą:

- monitor aktywów niematerialnych (Intangible Asset Monitor) [22],
- nawigator Skandii [5, s. 56],
- platforma wartości [6, s. 84],
- karta łańcucha wartości (Value Chain Scorebord) [9, s. 111].

Wyżej wymienione modele z jednej strony mogą stanowić komplementarny system sprawozdawczości, z drugiej strony mogą być narzędziem do podejmowania decyzji o przyszłości firmy. Przykładowo karta łańcucha wartości, nawiązując wprost do modelowego przebiegu procesu innowacji, od pomysłu na nowy produkt/proces poprzez wskazanie źródeł wiedzy, informacji niezbędnych do pozyskania dla urzeczywistnienia koncepcji biznesowego działania opartej na danej innowacji (w tym elementów własności intelektualnej, możliwości technologicznych itp.), a także poprzez przeanalizowanie uwarunkowań związanych z możliwościami ulokowania tej innowacji na rynku i oszacowanie jej skutków ekonomiczno-finansowych oraz zarysowanie perspektyw dalszego rozwoju – daje podstawy do rejestrowania stanu kapitału intelektualnego (w ramach perspektywy *ex post*) i jednocześnie może służyć do wytyczania kolejnych zadań (w ramach perspektywy *ex ante*) urzeczywistniających cele rozwojowe firmy.

4. Charakterystyka spółki T&C na tle rynku usług szkoleniowo-doradczych w Polsce¹

Spółka T&C jest firmą założoną przez grupę przedstawicieli środowiska naukowego i gospodarczego Wrocławia i Dolnego Śląska w połowie lat osiemdziesiątych. Obecnie zatrudnia 10 etatowych pracowników, pracujących w zespołach zadaniowych, oraz ponad 60 trenerów i konsultantów, pracujących na podstawie umów cywilnoprawnych. Siedziba firmy mieści się w centrum Wrocławia w pobliżu kilku innych firm z branży zarządzania biznesem. W ciągu 18 lat działalności firmy w organizowanych przez nią szkoleniach, seminariach i studiach wzięło udział ponad 23 000 osób z 1100 przedsiębiorstw. Jednocześnie w ramach działalności konsultingowej zrealizowano ponad 350 projektów doradczych. Misja firmy została sformułowana w następujący sposób: „Pomagać menedżerom w rozwoju ich kariery oraz firmom w osiąganiu sukcesów i czynić to tak, by być dumnym ze swojej działalności”

Działalność firmy obejmuje dwa podstawowe obszary (domeny):

- działalność szkoleniową,
- działalność konsultingową.

¹ Analizę branżową oparto na materiałach zgromadzonych w bazie danych Internet Securities Inc. Wykorzystano m.in. fragmenty artykułów z następujących wydawnictw ciągłych: „Rzeczpospolitej”, „Pulsu Biznesu”, „Gazety Prawnej”, „Parkietu”, „Handlu i Zarządzaniu”, oraz raporty branżowe.

W ramach działalności szkoleniowej T&C oferuje zarówno cykle szkoleń otwartych, jak i szkolenia zamknięte, dostosowane do potrzeb zamawiającego. Oferta szkoleniowa T&C jest wzbogacona również przez studia podyplomowe realizowane we współpracy z wyższymi uczelniami.

Atutami szkoleń prowadzonych przez T&C są:

- autorskie programy, charakteryzujące się bogatym zasobem nowoczesnej wiedzy,
- niekonwencjonalne metody prowadzenia zajęć i nowatorskie rozwiązania w zakresie aktywizowania słuchaczy; szkolenia te są ukierunkowane nie tylko na dostarczenie niezbędnej wiedzy i kształtowanie praktycznych umiejętności, ale także na wzrost integracji zespołu oraz lepszą identyfikację pracowników z firmą,
- kadra trenerów – w celu sprostania wysokim wymaganiom jakościowym w tym zakresie utrzymywana jest stała współpraca z polskim i zagranicznym środowiskiem naukowym, praktykami życia gospodarczego oraz trenerami dydaktykami.

W ramach działalności doradczej i konsultingowej T&C realizuje projekty ukierunkowane na poprawę funkcjonowania całej firmy lub poszczególnych jej części. Dotyczą one głównie zmian strukturalnych, problemów ekonomicznych, organizacyjnych i prawnych. Każdy z tych projektów ma indywidualny charakter (metody, czas trwania), który uwzględnia specyfikę firmy – klienta.

Katalog usług doradczych świadczonych przez T&C obejmuje:

- analizę i diagnozę podmiotów gospodarczych oraz określanie strategii rozwoju i programów działalności,
- konstruowanie programów restrukturyzacyjnych i naprawczych oraz wspomaganie ich wdrożenia,
- tworzenie podmiotów gospodarczych i ugrupowań kapitałowych,
- wycenę jednostek gospodarczych na potrzeby ich wydzielenia i zaciągania zobowiązań,
- ocenę efektywności podejmowanych działań, a w szczególności analizę przedsięwzięć inwestycyjnych i dywestycyjnych,
- analizę sytuacji marketingowej podmiotów gospodarczych oraz sytuacji ekonomiczno-finansowej, projekty planów marketingowych,
- budowę i modyfikowanie systemów wynagradzania i oceny pracowników,
- budowę i modyfikowanie systemów obsługi klienta,
- budowę i modyfikowanie systemów wewnętrznego planowania i kontroli produkcji i kosztów, opartego na samodzielności finansowej i wyodrębnieniu jednostek odpowiedzialności (centrów),
- projekty systemów rachunku kosztów i controllingu oraz projekty rocznych budżetów firm,
- biznesplany i wnioski kredytowe,
- systemy zapewnienia jakości według standardów międzynarodowych,

- projekty struktur organizacyjnych podmiotów gospodarczych oraz regulaminów i instrukcji regulujących ich wewnętrzne funkcjonowanie,
- wydzielanie zorganizowanych części podmiotów gospodarczych i ich usamodzielnienie.

W najbliższej przyszłości spółka rozszerzy ofertę swoich usług doradczych o projekty związane z doradztwem technicznym.

5. Wycena kapitału intelektualnego w spółce T&C.

Określenie wartości rynkowej spółki

T&C jest nie jest spółką akcyjną, a jej udziały nie znajdują się w publicznym obrocie papierami wartościowymi, co pociąga za sobą trudności w ustalaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa – rynek nie dokonuje bieżącej wyceny wartości udziałów w tej spółce.

Aby ustalić wartość rynkową spółki posłużono się metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, ustalając wartość rynkową spółki jako obecną wartość generowanych przez nią w przyszłości przepływów pieniężnych (FCF). Wycena została dokonana na dzień 1 stycznia 2004 r., z uwzględnieniem prognozy zarządu dotyczącej przychodów i kosztów działalności przedsiębiorstwa, sporządzonej z uwzględnieniem podpisanych i aktualnie negocjowanych umów o świadczenie usług doradczych i szkoleniowych (tab. 2).

Tabela 2. Prognoza dotycząca przychodów i kosztów działalności spółki T&C w latach 2004-2006 (w zł)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006
Przychody, w tym:	1 635 000	2 860 000	4 530 000
– szkolenia	1 015 000	1 250 000	1 300 000
– konsulting	620 000	830 000	1 270 000
– projekty techniczne	–	780 000	1 960 000
Koszty bezpośrednie	1 070 250	1 880 000	2 875 000
Koszty pośrednie	540 000	890 000	1 420 000
Razem koszty	1 610 250	2 770 000	4 295 000
Zysk brutto	24 750	90 000	235 000

Źródło: dane pozyskane od zarządu spółki.

Stworzony na potrzeby wyceny model DCF obejmuje lata 2004-2006, ponieważ prognozy dotyczące okresów późniejszych obarczone są znacznym ryzykiem. Założono, iż wolne przepływy pieniężne w latach 2004-2006 będą równe wielkości zysku netto powiększonego o amortyzację. Zysk netto spółki ustalono przy założeniu 19-procentowej stawki CIT, natomiast amortyzację w latach 2004-2006 przyjęto na poziomie z roku 2003 wynoszącym 16 200 zł rocznie (na lata 2004-2006 nie założono nakładów inwestycyjnych). Tabela 3 przedstawia prognozę wolnych przepływów pieniężnych FCF.

Tabela 3. Prognoza wolnych przepływów pieniężnych w spółce T&C w latach 2004-2005 (w zł)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006
Zysk brutto	24 750	90 000	235 000
Podatek dochodowy	4 703	17 100	44 650
Zysk netto	20 048	72 900	190 350
Amortyzacja	16 200	16 200	16 200
FCF	36 248	89 100	206 550

Źródło: opracowanie własne.

Model DCF przewiduje dyskontowanie wolnych przepływów pieniężnych według stopy dyskonta równej średniemu ważonemu kosztowi kapitału przedsiębiorstwa. Spółka T&C w swojej strukturze finansowania nie wykorzystuje długu długoterminowego. Jedyne sposoby finansowania długiem to odroczenie płatności dostawcom, nie ma on jednak istotnego wpływu na strukturę finansowania. Z tego powodu uznano, iż średni ważony koszt kapitału będzie równy kosztowi kapitału własnego, a jego poziom ustalono z wykorzystaniem modelu CAPM, tj. według formuły:

$$\begin{aligned} & \text{koszt kapitału własnego} = \\ & = \text{stopa wolna od ryzyka} + \text{beta} \cdot \text{premia za ryzyko rynkowe}. \end{aligned} \quad (1)$$

Wartość współczynnika beta modelu CAPM dla firmy z branży szkoleniowo-doradczej ustalono na poziomie 1,2, wykorzystując jako punkt odniesienia wycenę konkurencyjnej firmy z tej branży (DGA SA), dokonaną przez analityków z domu maklerskiego BDM PKO SA.

Wartość stopy wolnej od ryzyka (*risk free*) ustalono na poziomie 6%, a premię za ryzyko rynkowe (*risk-premium*) na poziomie 5,5%. Są to wartości wykorzystywane w analizach przez PricewaterhouseCoopers. Wyliczony zgodnie z powyższą formułą koszt kapitału własnego w firmie szkoleniowo-doradczej wyniósł zatem $6\% + 1,2 \cdot 5,5\% = 12,6\%$.

Ze względu na niewielkie rozmiary działalności spółki T&C uznano, iż wartość kosztu kapitału własnego dla tej spółki będzie odbiegała od wartości wynikającej z modelu CAPM, konieczne zatem jest uwzględnienie w koszcie kapitału własnego dodatkowej premii za tzw. *small company risk*. Premię tę oszacowano na 3%, a ustalony w ten sposób koszt kapitału wynosi 15,6%. Koszt ten w dalszych obliczeniach związanych z dyskontowaniem przepływów pieniężnych jest dodatkowo obciążany dwuprocentową premią uwzględniającą ryzyko prognoz oraz inne niezidentyfikowane ryzyka. Ostatecznie przyjęto, że stopa dyskontowa wykorzystywana w obliczeniach modelu DCF wyniesie 17,6%.

Ustalenie wartości bieżącej wolnych przepływów pieniężnych w latach 2004-2006 zostało dokonane poprzez przemnożenie wartości FCF w danym okresie przez odpowiedni współczynnik dyskontujący, co prezentuje tab. 4.

Tabela 4. Wartość bieżąca wolnych przepływów pieniężnych w latach 2004-2006

Wyszczególnienie	2004	2005	2006
FCF (w zł)	36 248	89 100	206 550
Współczynnik dyskontujący	85,0%	72,3%	61,5%
Wartość bieżąca (w zł)	17 047	52 712	117 039
Suma wartości bieżących FCF (w zł)	186 799		

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym krokiem w procedurze wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest obliczanie tzw. wartości rezydualnej firmy po okresie prognozowanym (wynika to z teoretycznego założenia sprzedaży firmy w ostatnim okresie objętym prognozą, co generuje dodatkowy przepływ pieniężny). Ponieważ poszczególne domeny spółki T&C, tj. obszary szkoleń i konsultingu, są zróżnicowane, trudno ustalić tę wartość dla całej spółki w roku 2006. Z tego względu pojawia się potrzeba ich rozdzielenia i ustalenia wartości rezydualnych dla każdej z nich oddzielnie.

Obszar szkoleń charakteryzuje się zatem niewielkim ustabilizowanym wzrostem poziomu przychodów i nie występują tu większe wahania, dlatego do ustalenia wartości rezydualnej tego obszaru właściwe wydaje się zastosowanie formuły na wartość bieżącą renty wieczystej:

$$TV(t) = FCF(t+1)/(1-g), \quad (2)$$

gdzie: $TV(t)$ – wartość rezydualna w okresie t ,
 $FCF(t+1)$ – wolny przepływ pieniężny w okresie $t+1$,
 g – założone tempo wzrostu rynku.

FCF z usług szkoleniowych w roku 2007 ustalono na podstawie przyjętej prognozy przychodów na rok 2006, przy uzgodnionych z zarządem założeniach, tj. 4-procentowym tempie wzrostu rynku i 5-procentowej marży zysku brutto.

Ustalony w ten sposób zysk brutto z tytułu usług szkoleniowych w roku 2007 zaprognozowano w wysokości 67 600 zł, co po uwzględnieniu 19% stawki podatku CIT daje zysk netto w wysokości 54 756 zł. Założono, że przepływ pieniężny z tytułu amortyzacji (założony w stałej wysokości 16 200 zł rocznie) w 100% został alokowany do usług szkoleniowych. Do dalszych obliczeń przyjęto zatem, że FCF z usług szkoleniowych w roku 2007 wyniesie 70 956 zł.

Na podstawie ustalonego FCF z usług szkoleniowych w roku 2007 i założonego stałego wzrostu przychodów z usług szkoleniowych w wysokości 4% ustalono wartość rezydualną obszaru szkoleniowego T&C w roku 2006 w wysokości 521 735 zł. Tabela 5 przedstawia obliczenia potrzebne do ustalenia wartości rezydualnej obszaru szkoleniowego firmy T&C w roku 2006.

Ze względu na nieustabilizowany poziom przychodów spółki T&C z tytułu świadczonych usług doradczych, podlegający dużym wahanom z powodu burzliwego rozwoju rynku i znacznej rozbieżności wartości pojedynczych kontraktów,

zastosowanie formuły na rentę wieczystą do ustalenia wartości rezydualnej obszaru doradczego nie jest zasadne.

Tabela 5. Ustalenie wartości rezydualnej obszaru szkoleniowego spółki T&C w roku 2006 (w zł)

Wyszczególnienie	Wartość
Przychody z tytułu usług szkoleniowych w 2006 r.	1 300 000
Przychody z tytułu usług szkoleniowych w 2007 r.	1 352 000
Zysk brutto z tytułu usług szkoleniowych w 2007 r.	67 600
Zysk netto z tytułu usług szkoleniowych w 2007 r.	54 756
FCF z usług szkoleniowych w 2007 r.	70 956
Założone tempo wzrostu	4%
Wartość rezydualna w 2006 r. – TV	521 735

Źródło: opracowanie własne.

Ponieważ do końca roku 2006 polski rynek usług doradczych upodobni się zapewne do rynku konsultingu w krajach rozwiniętych, zdecydowano się na ustalenie przyszłej wartości obszaru konsultingowego spółki T&C metodą porównawczą (wskaźnikową). W tym celu wyznaczono przeciętne wartości wskaźników *P/E* (cena/zysk) i *EV/S* (wartość spółki/przychody) dla spółek z branży doradczej notowanych na rynkach kapitałowych i działających w warunkach rozwiniętej gospodarki rynkowej. Wartości tych wskaźników dla poszczególnych spółek oraz wartość przeciętna ustalona jako średnia ważona kapitalizacją rynkową spółki zostały przedstawione w tab. 6.

Na podstawie obliczonych przeciętnych wskaźników branżowych ustalono implikowane wyceny spółki T&C, z których następnie wyznaczono wycenę ostateczną, przypisując równe wagi obu wskaźnikom. Obliczenia związane z wyceną wartości rezydualnej obszaru konsultingowego spółki T&C w roku 2006 zaprezentowano w tab. 7.

Tabela 6. Wartości wskaźników *P/E* oraz *EV/S* dla wybranych spółek z branży doradczej

Spółki porównywane	<i>EV/S</i>	<i>P/E</i>
Accenture	1,72	24,3
Bearing Point	0,71	34,2
Cap Gemini Ernst & Young	0,69	41,2
EDS	2,97	41,3
IDS Scheer	1,65	28,7
Navigant Consulting	2,5	47,4
Right Management Consultants	1,25	10,3
Watson Wyatt	0,94	18,4
Wartość średnio ważona wskaźnika	1,55	31,13

Źródło: Bloomberg.

Tabela 7. Wycena wartości rezydualnej obszaru konsultingowego spółki T&C w roku 2006

Wskaźnik	EV/S	P/E
Wartość przeciętna w branży doradczej	1,55	31,13
Implikowana wycena części doradczej T&C na rok 2006 (w zł)	5 006 500	3 902 146
Waga wskaźnika	50%	50%
Wartość końcowa w 2006 r. (w zł)	4 454 323	

Źródło: opracowanie własne.

6. Ustalenie wartości rynkowej spółki

Zgodnie z modelem DCF, wartość rynkową spółki T&C obliczono przez dodanie wartości bieżących generowanych przez nią przepływów pieniężnych, oraz wartości rezydualnych poszczególnych obszarów działalności zdyskontowanych do momentu wyceny według tej samej stopy dyskontowej, co przepływy gotówkowe.

Obliczenia związane z ustaleniem wartości rynkowej spółki T&C przedstawione są w tab. 8.

Ustalona w ten sposób wartość rynkowa spółki T&C wynosi 3 291 343 zł. Wartość ta została wykorzystana w dalszym ciągu do wyceny wartości kapitału intelektualnego znajdującego się w tej spółce.

Tabela 8. Ustalenie wartości rynkowej spółki T&C (w zł)

Wyszczególnienie	Wartość bieżąca na moment wyceny	Wartość w roku 2006
Przepływy pieniężne w latach 2004-2005	186 799	
Wartość rezydualna części szkoleniowej T&C	247 555	402 618
Wartość rezydualna części doradczej T&C	2 856 990	4 454 323
Wartość rynkowa spółki	3 291 343	

Źródło: opracowanie własne.

7. Ustalenie wartości kapitału intelektualnego

Zgodnie z formułą drzewa wartości Skandii [5, s. 7], wartość kapitału intelektualnego można ustalić jako różnicę pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa, a jego wartością księgową:

$$\text{kapitał intelektualny} = \text{wartość rynkowa} - \text{wartość księgową}. \quad (3)$$

Wartość księgową spółki T&C ustalono na podstawie bilansu na dzień 31 grudnia 2003 r. Wersja uproszczona bilansu spółki T&C jest przedstawiona w tab. 9.

Tabela 9. Uproszczony bilans spółki T&C na dzień 31 grudnia 2003 r.

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.2003 (w zł)
Aktywa	
A. AKTYWA TRWAŁE	473617,80
II. Rzeczowe aktywa trwałe	47817,81
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	425800,00
B. AKTYWA OBROTOWE	180668,60
II. Należności krótkoterminowe	153015,10
III. Inwestycje krótkoterminowe	26455,96
w tym: środki pieniężne w kasie	11243,72
środki pieniężne w banku	15212,24
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1197,49
AKTYWA RAZEM	654286,40
Pasywa	
A. KAPITAŁ (FUNDUSZ) WŁASNY	197060,10
I. Kapitał (fundusz) podstawowy	96000,00
IV. Kapitał (fundusz) zapasowy	86271,61
VIII. Zysk (strata) netto	14788,47
B. ZOBOWIĄZANIA I REZERWY NA ZOBOWIĄZANIA	457226,30
I. Rezerwy na zobowiązania	418,00
II. Zobowiązania długoterminowe	0,00
III. Zobowiązania krótkoterminowe	319381,60
IV. Rozliczenia międzyokresowe	129426,70
PASYWA RAZEM	654286,40

Źródło: dane spółki T&C.

Wartość księgowa spółki T&C została obliczona jako różnica pomiędzy sumą wartości posiadanych przez spółkę aktywów pomniejszonych o pasywa bieżące, zobowiązania długoterminowe oraz rozliczenia międzyokresowe. Ustalona na 31 grudnia 2003 r. wartość księgowa spółki T&C wyniosła 197 060 zł i była równa wartości kapitału własnego spółki.

Zgodnie z podaną wcześniej formułą, wartość kapitału intelektualnego w spółce T&C ustalono na 3 094 283 zł. Obliczenia związane z ustalaniem wartości kapitału intelektualnego zaprezentowano poniżej:

Określenie wartości kapitału intelektualnego firmy T&C (w zł)

wartość rynkowa	3 291 343
– wartość księgowa	–197 060
= kapitał intelektualny	3 094 283

Obliczona wartość kapitału intelektualnego stanowi ponad 90% szacowanej wartości rynkowej spółki T&C. Świadczy to o tym, iż to właśnie aktywa niematerialne, niezawarte w bilansie stanowią główne źródło generowania przychodów.

8. Raportowanie kapitału intelektualnego w spółce T&C

Sytuacja taka stwarza zatem przesłanki do opracowania zestawu miar uzupełniających tradycyjną sprawozdawczość finansową i służących do monitorowania rozwoju poszczególnych składników kapitału intelektualnego.

Tabela 10 przedstawia przykładowy raport o stanie kapitału intelektualnego w spółce T&C, stanowiący zbiór ilościowych informacyjnych miar kapitału intelektualnego wybranych z zestawów proponowanych w literaturze przedmiotu, z uwzględnieniem specyfiki działalności i rozmiarów firmy. Miary te zostały zaprezentowane w rozbiciu na poszczególne rodzaje kapitału intelektualnego, tj. kapitał ludzki, kapitał strukturalny i kapitał klientów.

Tabela 10. Proponowane sprawozdanie z kapitału intelektualnego spółki T&C za rok 2003

Kapitał ludzki	Dane za rok 2003
1	2
Liczba pracowników	10
Liczba osób współpracujących w ciągu roku	239
Udział osób współpracujących w ogólnej liczbie pracowników i współpracowników	0,72
Przeciętny wiek pracowników	35
Przeciętne doświadczenie w branży	6
Udział osób z wykształceniem wyższym w liczbie pracowników	80%
Udział osób po studiach doktoranckich i podyplomowych w ogólnej liczbie pracowników	40%
Udział samodzielnych pracowników naukowych w liczbie osób współpracujących	ok. 10%
Koszty wynagrodzeń/przychody ogółem	65%
Koszty szkoleń dla pracowników/przychody ogółem	nakłady nieznaczne
Kapitał strukturalny	Dane za rok 2003
Inwestycje ogółem/przychody ogółem	nakłady nieznaczne
Inwestycje w IT/przychody ogółem	nakłady nieznaczne
Liczba komputerów w firmie	23
Liczba komputerów przypadająca na jednego pracownika	0,7
Liczba wykorzystywanych baz danych	1
Akredytacje, certyfikaty	3

1	2
Posiadane certyfikaty jakości	rozpoczęto procedurę wdrażania
Liczba nowych produktów szkoleniowych	4
Liczba nowych produktów konsultingowych	2
Udział przychodów generowanych przez nowe produkty w przychodach ogółem	25%
Liczba instytucji współpracujących	18
Udział przychodów generowanych dzięki współpracy programowej z innymi instytucjami w przychodach ogółem	40%
Udział kosztów marketingowych w przychodach ogółem	7%
Kapitał klientów	Dane za rok 2003
Liczba uczestników szkoleń w ostatnim roku	1112
Liczba stałych umów o szkolenie pracowników	13
Udział stałych klientów w ogólnej liczbie uczestników szkoleń	27%
Udział przychodów generowanych przez stałe umowy szkoleniowe w przychodach z działalności szkoleniowej	25%
Liczba zrealizowanych kontraktów doradczych	11
Udział kontraktów z klientami stałymi w ogólnej liczbie kontraktów	55%
Liczba ważnych klientów usług doradczych w historii firmy	87
Liczba klientów zamawiających usługę doradczą więcej niż jeden raz w historii firmy	12
Udział przychodów generowanych przez kontrakty ze stałymi klientami w przychodach ogółem	40%

Źródło: opracowanie własne.

Literatura

- [1] Abeyssekera I., *Intellectual Accounting Scorecard – Measuring and reporting Intellectual Capital*, „Journal of American Academy of Business”, wrzesień 2003.
- [2] Brilman J., *Nowoczesne koncepcje i metody zarządzania*, PWE, Warszawa 2002.
- [3] Drucker P.F., *Post-Capitalist Society*, Butterworth Heinemann, Oxford 1993.
- [4] Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2001.
- [5] Edvinsson L., Malone M., *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- [6] Jarugowa A., Fijałkowska J., *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym. Koncepcje i praktyka*, ODDK, Gdańsk 2002.
- [7] Joia L.A., *Measuring Intangible Corporate Assets. Linking Business Strategy with Intellectual Capital*, „Journal of Intellectual Capital” 2000, nr 1.
- [8] Kaplan R.S., Norton D.P., *Strategiczna karta wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- [9] Lev B., *Intangibles. Management, Measurement and Reporting*, Brooking Institution Press, Washington, DC 2001.
- [10] Liebowitz J., Suen C.Y., *Developing Knowledge Management Metrics for Measuring Intellectual Capital*, „Journal of Intellectual Capital” 2000, nr 1.
- [11] Nonaka I., Takeuchi H., *Kreowanie wiedzy w organizacji*, Poltext, Warszawa 2000.
- [12] Petty R., Guthrie J., *Intellectual Capital Literature Review Measurement, Reporting and Management*, „Journal of Intellectual Capital”, Bradford 2000, vol. 1, iss. 2.

- [13] Pietruszka-Ortyl A., *Proces zarządzania kapitałem intelektualnym organizacji*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6.
- [14] *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, red. J. Lichtarski, AE, Wrocław 2003.
- [15] *Przedsiębiorczość i kapitał intelektualny*, red. M. Bratnicki, J. Strużyna, AE, Katowice 2001.
- [16] Przybyła M., *Organizacja i zarządzanie. Podstawy wiedzy menedżerskiej*, AE, Wrocław 2001.
- [17] Quinn J.B., *Intelligent Enterprise. A Knowledge and Service Based Paradigm for Industry*, The Free Press, New York 1992.
- [18] Roos J., Roos G., Dragonetti N.C., Edvinson L., *Intellectual Capital. Navigating the New Business Landscape*, Macmillan Press, Hampshire-London 1997.
- [19] Seetharaman A., Hadi Helmi Bin Zaini Sooria, Saravanan A.S., *Intellectual Capital. Accounting and Reporting in the Knowledge Economy*, „Journal of Intellectual Capital” 2002, nr 2.
- [20] Stewart T.A., *The Wealth of Knowledge. Intellectual Capital and the Twenty-First Century Organization*, N. Brealey Publishing, Londyn 2001.
- [21] Sulimowska-Formowicz M., *Nurt zasobowy w teorii firmy*, „Gospodarka Narodowa” 2002, nr 5-6.
- [22] Sveiby K.E., *The New Organizational Wealth. Managing and Measuring Knowledge – Based Assets*, Berett-Koehler Publisher Inc., San Francisco 1997.

VALUATION AND REPORTING INTELLECTUAL CAPITAL (IC) IN TRAINING & CONSULTING FIRM (CASE STUDY)

Summary

This article emphasizes that IC is both a very important condition of development strategy of firm and the element of its competition advantage.

The review of literature shows that IC could be defined and measured in many ways. For the meantime in our practice still dominate standards which don't take into consideration the intangible assets of firm. It was exemplified of firm which belongs to services sector of training and consulting. First, the firm's IC was evaluated and it turned out that its value is higher than the value of assets presented in financial report. So in this situation the authors suggested instrument of reporting some elements of IC. It should be a supplement of traditional reporting system.

Dr hab. Grażyna Osbert-Pociecha pracuje w Katedrze Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstwa na Wydziale Gsopodarki Narodowej.

Mgr Wojciech Pociecha jest analitykiem finansowym w Raiffeisen Investment Polska Sp. z o.o.