

Konrad SZCZEPAŃSKI*

FINANSOWE SPOSOBY WYCENY KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO SPÓŁKI GIEŁDOWEJ

Celem poznawczym artykułu jest przedstawienie finansowych metod wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa oraz ocena wartości kapitału intelektualnego na przykładzie wybranej spółki giełdowej. Pierwsza część artykułu zawiera rozważania definicyjne na temat pojęcia „kapitał intelektualny”. W drugiej części przedstawiono wyniki przykładowej wyceny kapitału intelektualnego firmy Mieszko. W trzeciej części tekstu zawarto wnioski.

Słowa kluczowe: kapitał intelektualny, wycena wartości kapitału intelektualnego na przykładzie spółki giełdowej

1. KAPITAŁ INTELEKTUALNY - SKŁAD I ISTOTA

Jednym z problemów, z jakim mamy do czynienia w rachunkowości [2], jest wycena wartości niematerialnej, jaką jest kapitał intelektualny firmy. Informacja o wartości kapitału intelektualnego może być ważną wskazówką dla różnych grup interesariuszy, w tym m.in. dla inwestorów giełdowych.

Współczesna gospodarka w coraz większym stopniu jest oparta na wiedzy, intelekcie i dlatego też naturalnie rodzi się pytanie o sposób pomiaru kapitału intelektualnego. Pomiar ten jest tym bardziej uzasadniony, że według teorii T. Stewarda musi być powiązany z zyskownością i sukcesem rynkowym.

Celem poznawczym artykułu jest zbadanie, w jaki sposób można wycenić kapitał intelektualny wybranych spółek giełdowych. Skupiono się w nim na finansowych metodach wyceny tego kapitału. W niniejszym opracowaniu przedstawiono próbę oszacowania wartości kapitału intelektualnego firmy Mieszko SA na dzień 22.02.2012.

Punktem wyjścia do tego badania jest sprecyzowanie pojęcia kapitału intelektualnego.

* Doktorant Wydziału Inżynierii Zarządzania Politechniki Poznańskiej

Dotychczas nie powstała definicja kapitału intelektualnego, która zostałaby powszechnie zaakceptowana.

Według K. E. Sveibego „kapitał intelektualny i zarządzanie wiedzą to pojęcia bliźniacze – dwa konary tego samego drzewa” [10]. Zdaniem G. Urbanka kapitał intelektualny stanowi niewidzialny zasób przedsiębiorstwa, który tworzy widzialne efekty. Kapitał intelektualny według tego autora to zarówno „wiedza sama w sobie, jak i rezultat jej transformacji na aktywa niematerialne” [8, s. 38] T. Stewart definiuje kapitał intelektualny jako „materiał intelektualny: wiedzę, informacje, własność intelektualną i doświadczenie, które mogą być wykorzystane do tworzenia bogactwa” [5, s.70-71]. Z stworzonej wspólnie przez L. Edvinssona i M.S. Malona definicji wynika, że kapitał intelektualny to „wiedza, doświadczenie i technologia organizacyjna, stosunki z klientami oraz umiejętności zawodowe, które pozwalają firmie osiągnąć przewagę konkurencyjną” [3, s.39 - 40]. Ciekawa definicja została przedstawiona przez L. Edvinssona; według niego kapitał intelektualny to „wiedza, która może być zamieniona na wartość” [6, s. 83].

Z kolei według definicji G. Roosa i J. Roosa kapitał intelektualny jest sumą „ukrytych aktywów nieuwzględnionych w sprawozdaniach finansowych, obejmujących zarówno to, co zostaje w głowach pracowników, jak i to co zostaje po wyjściu pracowników do domu” [7]. L. Prusak rzecznik, prasowy Ernest & Young zdefiniował kapitał intelektualny jako materię intelektualną, która „została zmateriałizowana, uchwycona i wykorzystana do stworzenia wysokowartościowych aktywów” [9, s.39].

Kapitał intelektualny można zdefiniować również jako różnicę między wartością rynkową a wartością księgową organizacji [10]. Różnica ta stanowi sumę ukrytych aktywów nie ujętych w bilansie firmy. Kapitał intelektualny stanowi więc kapitał niefinansowy odzwierciedlający ukrytą lukę między wartościami rynkową i księgową.

W literaturze nie istnieje również ścisłe określenie składu kapitału intelektualnego. Według jednej z najpopularniejszych koncepcji stworzonej przez H. Saint-Onga w skład kapitału intelektualnego wchodzi: kapitał ludzki, kapitał klientów (relacyjny) oraz kapitał organizacyjny (strukturalny).

Kapitał ludzki to wiedza, którą dysponuje i którą tworzy każdy zatrudniony w firmie pracownik. Kapitał klientów to relacje pomiędzy przedsiębiorstwem a otoczeniem. Na kapitał organizacyjny składają się umiejętności firmy rozwijane w celu sprostania wymaganiom rynkowym. Kapitał ludzki jest podstawą pozyskania kapitału organizacyjnego firmy, oba zaś współtworzą kapitał klientów.

Efektom współdziałania kapitału ludzkiego i organizacyjnego oraz kapitału klientów jest kapitał finansowy. Wartość przedsiębiorstwa wynika z relacji zachodzących między wszystkimi składnikami kapitału intelektualnego. Im większe współdziałanie tych składników, tym większa wartość przedsiębiorstwa. Gdy jeden z trzech elementów kapitału intelektualnego nie działa w sposób optymalny, wówczas kapitał intelektualny może nie powodować wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

2. PRZYKŁADOWA WYCENA WARTOŚCI KAPITAŁU INTELEKTUALNEGO

Jednym z podstawowych sposobów obliczania przybliżonej wartości kapitału intelektualnego jest odjęcie wartości rynkowej od wartości księgowej. W takim ujęciu wzór na kapitał intelektualny przedstawia się następująco:

$$\text{kapitał intelektualny} = \text{wartość rynkowa} - \text{wartość księgowa}$$

Wartość rynkowa spółki giełdowej jest tożsama z jej kapitalizacją (czyli iloczynem liczby akcji oraz kursu bieżącego). Dane finansowe firmy Mieszko SA zamieszczono w tabeli nr 1.

Tabela 1. Dane finansowe firmy Mieszko SA

Kurs bieżący (PLN) [TKO]:	4,37
Liczba akcji w obrocie (tys. szt.):	40 866,00
Kapitalizacja (tys. zł):	178 584,42

Źródło: <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka>

Następnie oblicza się wartość księgową, czyli różnicę między aktywami ogółem i zobowiązaniami ogółem. Wszelkie dane finansowe podano w tabeli 2.

$$\text{wartość księgowa} = \text{aktywa ogółem} - \text{zobowiązania ogółem}$$

Tabela 2: Dane finansowe firmy Mieszko SA

Aktywa ogółem (w tys. zł)	427 178,00
Zobowiązania ogółem (w tys. zł)	290 717

Źródło: <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka>

Wartość księgowa w przypadku firmy Mieszko SA wynosi 136 461 tys. zł.

Wartość kapitału intelektualnego jest różnicą między wartością rynkową, a wartością księgową. W przypadku firmy Mieszko SA wartość ta wynosi 42 123,42 tys. zł.

Znając wartość kapitału intelektualnego, można ocenić jego rentowność. Aby tego dokonać, można zaproponować wprowadzenie wskaźnika ROKI. Wskaźnik ten byłby ilorazem zysku netto i wartości kapitału intelektualnego. Wskaźnik ten pokazywałby ile złotych zysku netto generuje jedna złotówka kapitału intelektualnego. Podobnego rodzaju wskaźniki oblicza się dla sprzedaży (ROS - rentowność netto sprzedaży), aktywów (ROA - rentowność aktywów), czy też rentowności kapitału własnego (ROE - rentowność kapitału własnego).

$$\text{ROKI} = \text{zysk netto} / \text{kapitał intelektualny}$$

Tabela 3. Dane finansowe firmy Mieszko SA

Zysk netto (w tys. zł)	5 682
Kapitał intelektualny (w tys. zł)	42 123,42

Źródło: <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka>

Na podstawie tego wskaźnika można by wysnuć wniosek, że jedna złotówka kapitału intelektualnego generuje zysk netto na poziomie 0,13 zł.

Kolejnym wskaźnikiem, który może być pomocny w oszacowaniu kapitału intelektualnego, jest wskaźnik MV/BV, czyli iloraz wartości rynkowej firmy i wartości księgowej.

wskaźnik MV / BV = wartość rynkowa(MV) / wartość księgowa(BV)

Tabela 4. Wskaźnik MV/BV na dzień 1.01.2014

Wartość rynkowa (w tys. zł)	178 584,42
Wartość księgowa (w tys. zł)	136 461
MV/BV	1,31

Źródło: <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka>

Wartość tego wskaźnika mniejsza niż 1 byłaby sygnałem, że firma jest źle zarządzana, ponieważ cena firmy na rynku byłaby mniejsza niż jej wartość księgowa. Można więc powiedzieć, że firma Mieszko SA jest odpowiednio zarządzana.

Duża wartość wskaźnika MV/BV cechuje spółki, które nie mają dużego majątku rzeczowego - biurów, maszyn, nieruchomości, ale opierają się przede wszystkim na kapitale intelektualnym.

Wskaźnik Q-Tobina jest kolejnym wskaźnikiem przydatnym w szacowaniu kapitału intelektualnego. Służy on do interpretowania różnych zjawisk w przedsiębiorstwie, od skutków podejmowanych decyzji po politykę finansowania i politykę dywidendy.

Wszelkie dane niezbędne do wyliczenia wskaźnika Q-Tobina znajdują się w tabeli 5.

Tabela 5. Dane finansowe niezbędne do wyliczenia wskaźnika Q-Tobina

MVCS – wartość rynkowa akcji zwykłych	178 584,42
BVPS – wartość księgowa akcji uprzywilejowanych	0
BVLD – wartość księgowa zobowiązań długoterminowych	141 985,00
BVINV – wartość księgowa zapasów	54 469
BVCL – wartość księgowa zobowiązań krótkoterminowych	148 732
BVCA – wartość księgowa aktywów obrotowych	181 033
TA – łączna wartość księgowa aktywów	427 178

Źródło: <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka>

<http://www.relacje.mieszko.pl/pl/c,31,okresowe-raporty.html>

wskaźnik Q-Tobina = (MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL – BVCA) / TA
gdzie:

MVCS – wartość rynkowa akcji zwykłych
BVPS – wartość księgowa akcji uprzywilejowanych
BVLTD – wartość księgowa zobowiązań długoterminowych
BVINV – wartość księgowa zapasów
BVCL – wartość księgowa zobowiązań krótkoterminowych
BVCA – wartość księgowa aktywów obrotowych
TA – łączna wartość księgowa aktywów

wskaźnik Q-Tobina = $(MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA) / TA =$
 $= (178\,584,42 + 0 + 141\,985,00 + 54\,469 + 148\,732 - 181\,033) / 427\,178 = 0,8$

A. Cravera i inni uważają, że gdy wskaźnik Q - Tobina jest dodatni, wówczas firma może wypracować zyski monopolistyczne lub wyższą od przeciętnej stopę zwrotu z inwestycji [1]. Im większa jest wartość wskaźnika Q-Tobina tym większa jest wartość kapitału intelektualnego. W teorii, gdy wartość tego wskaźnika jest większa od jedności i większa od takiego samego wskaźnika firm konkurencyjnych wówczas firma może uzyskać większe zyski ze względu na posiadany kapitał intelektualny. W przypadku firmy Mieszko SA wartość tego wskaźnika jest dodatnia - można więc mówić o możliwości wypracowania zysków monopolistycznych lub wyższej od przeciętnej dla branży stopy zwrotu z inwestycji.

3. WNIOSKI

Wartość kapitału intelektualnego firmy Mieszko SA wynosi 42 123,42 tys. zł. Na podstawie analizy rentowności tego kapitału można wysnuć wniosek, że jedna złotówka kapitału intelektualnego generuje zysk netto na poziomie 0,13 zł. Ponieważ wartość MV/BV jest większa niż jeden, można stwierdzić, że firma jest dobrze zarządzana. Firma może wypracować zyski monopolistyczne lub wyższą od przeciętnej stopę zwrotu z inwestycji

Pomimo, że różni autorzy podają różne definicje kapitału intelektualnego i różnie opisują jego skład, to o istnieniu jego świadczy różnica między wartością rynkową, a wartością księgową. Im większa jest ta różnica, tym większa jest wartość kapitału intelektualnego.

Kapitał intelektualny można zmierzyć metodami finansowymi i metodami jakościowymi. Wyceny wartości kapitału intelektualnego danej spółki giełdowej można dokonać na podstawie ogólnie dostępnych danych.

Trudniejszym zadaniem jest z pewnością liczenie tego typu wskaźników dla firm, które nie są notowane na giełdzie. Brak rynkowej wyceny sprawia, że części wskaźników nie można obliczyć (np. wskaźnika cena/wartość księgowa).

Na podstawie stworzonego przez autora wskaźnika ROKI (rentowność kapitału intelektualnego) można wywnioskować, że przy dużej wartości kapitału intelektualnego zmniejsza się jego rentowność.

LITERATURA

- [1] Cravera A., Maglione M., Ruggieri R., *La valutazione del capitale intellettuale* [The Valuation of Intellectual Capital], [w:] Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting, Sole 24 Ore, Milan 2001,
- [2] Dobija D., *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003
- [3] Edvinsson L. , Malone M.S., *Kapitał intelektualny*, przeł. M. Marcinkowska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 39-40.
- [4] Jarugowa A., Fijałkowska J., *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym – koncepcje i praktyka*, Gdańsk, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., 2002.
- [5] Kasiewicz S., Rogowski W., Kacińska M., *Kapitał intelektualny - spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Wydawnicza, Kraków 2006.
- [6] Nogalski B., Rybnicki J., *Zarządzanie portfelem kapitału intelektualnego*, w *Kapitał intelektualny: dylematy i wyzwania*, red. A. Poczowski, Wyższa Szkoła Biznesu, Nowy Sącz 2001.
- [7] Roos G., Roos J. , *Measuring Your Company's Intellectual Performance*, Long Range Planning, czerwiec 1997.
- [8] Urbanek G., *Pomiar kapitału intelektualnego i aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
- [9] Sopińska A. *Przewaga konkurencyjna*, w: P. Wachowiak (red) *Pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- [10] Sokołowska A., *Zarządzanie kapitałem intelektualnym w małym przedsiębiorstwie*, Fundacja Promocji i Akredytacji Kierunków Ekonomicznych oraz Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.

Źródła internetowe

- [11] <http://www.slideshare.net/mandreasik/wycena-kapitau-intelektualnego-dla-grupy-ywiec-sa-i-grupy-ambra-sa> (dostęp 10-01-2013)
- [12] <http://gielda.onet.pl/mieszko,18648,101,0,88,profile-spolka> (dostęp 10-01-2013)

FINANCIAL MEANS OF ESTIMATING INTELLECTUAL CAPITAL

Summary

This article regards estimating intellectual capital. The first part of this text is focused on the term intellectual capital. The second part of this text shows results of estimating intellectual capital for Mieszko company. The third part contains conclusions.

The goal of this text is to demonstrate how to make financial valuation of an intellectual company.