

1. WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA I JEJ WIELOASPEKTOWE ZASTOSOWANIE

1.1. Wartość przedsiębiorstwa w ujęciu teoretycznym

1.1.1. Wybrane aspekty pojęcia wartości

Zagadnienie wartości jest przedmiotem zainteresowania wielu nauk (psychologii, socjologii, kulturoznawstwa, filozofii, etyki, ekonomii), przede wszystkim odrębnej dziedziny nauki – aksjologii. Aksjologia, choć oficjalnie jest dziedziną dość młodą (jako ogólna teoria wartości powstała w drugiej połowie XIX wieku), to jej prądródła można odnaleźć już w starożytnej filozofii, w rozważaniach Sokratesa, Ksenofonta, Arystotelesa oraz Platona [Koza-Granosz, 2011]. Jako nauka (gr. *áxios* ‘godny, cenny’, *lógos* ‘słowo, nauka’) [Słownik Języka Polskiego] w centrum zainteresowania stawia właśnie wartość: bada naturę wartości, ustala normy i kryteria wartościowania oraz hierarchię wartości. W momencie gdy pojęciem wartości, używanym jako termin techniczny w ekonomii, zaczęto posługiwać się jako jedną z kluczowych kategorii filozoficznych, nastąpiło formalne wyodrębnienie tej dyscypliny filozoficznej [Dakunin, 2012].

Rozważania aksjologiczne w znaczeniu szerokim oznaczają tworzenie ogólnej teorii wartości oraz wieloaspektowe rozważania ogólnoteoretyczne dotyczące pojęcia wartości. Aksjologia w takim znaczeniu zajmuje się teoretyczną analizą natury wartości, a więc tym, czym jest wartość, jaki jest jej charakter (subiektywny, obiektywny, absolutny, względny itd.), dociekaniami źródeł i mechanizmów jej powstawania. Szeroko rozumiana aksjologia w aspekcie systematyzującym i postulatycznym zajmuje się podstawami i kryteriami war-

tościowania, klasyfikacją wartości oraz budowaniem ich hierarchii, a także ustalaniem, co stanowi wartość najwyższą. Aksjologia w aspekcie socjologicznym i teoretyczno-kulturowym kładzie główny nacisk na „badania społecznego funkcjonowania wartości w danej epoce historycznej, zbiorowości społecznej i kulturze” [Encyklopedia PWN].

W niniejszej publikacji rozważania wpisują się w zakres aksjologii rozpatrywanej w węższym znaczeniu [Encyklopedia PWN] i rozumianej jako szczegółowa teoria wartości. Tak rozpatrywana aksjologia wchodzi w skład poszczególnych dyscyplin naukowych i sprowadza się do prowadzenia rozważań nad wartościami określonego rodzaju, np. moralnymi, estetycznymi, poznawczymi, religijnymi, a w tym przypadku – ekonomicznymi.

We współczesnej aksjologii, za jedno z głównych celów badawczych uznaje się [Dakunin, 2012]:

- ▶ określenie istoty hierarchizowania wartości,
- ▶ dostarczenie teoretycznych przesłanek w badaniach racjonalnych zachowań istot ludzkich,
- ▶ refleksję nad zakresami wolności i konieczności oraz podstawowej kwestii stosunku bytu do powinności – owocuje to wnioskami natury etologicznej oraz etycznej,
- ▶ analizę teoretycznego modelu kultury, jaki powinien umożliwić badanie wartości w ujęciu wieloaspektowym.

Zaprezentowane rozważania i analizy wpisują się w obszar realizacji celów grupy pierwszej. Biorąc pod uwagę różnorodne pojmowanie pojęcia „wartość”, dostrzec można wiele ujęć definicyjnych tego zagadnienia. Definicje wartości w ujęciu psychologicznym, socjologicznym oraz kulturowym kładą zazwyczaj nacisk na kwestie przekonań indywidualnych (w psychologii) lub rozpowszechnionych w społeczeństwie (w ujęciu socjologicznym i kulturowym), jakie można uznać za godne pożądania. W ujęciu psychologicznym, wartość traktowana jest jako zjawisko psychiczne o charakterze poznawczym, o znaczeniu zbliżonym do psychologicznego terminu „postawa”. Definicje wartości o charakterze socjologicznym dotyczą szerszego kontekstu grupy społecznej, a poszukiwania źródeł wartości upatrywane są w pochodzeniu społecznym, pełnionych rolach społecznych lub przynależności klasowej. Cechą wyróżniającą definicje wartości o charakterze kulturowym jest fakt wyznawania tych wartości przez większość lub wszystkich członków danego społeczeństwa. Empiryczne poszukiwanie wartości kulturowych ma swoje źródło w danym kręgu kulturowym, a powszechne podzielenie wartości kulturowych oznacza przewyższenie istniejących różnic (np. wynikających z miejsca zamieszkania czy zajmowanego statusu) dzięki wspólnemu dziedzictwu kulturowemu [Misztal, 1980, s. 20–39]. Próbę uporządkowania licznych definicji zaprezentowano w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Definicje wartości w ujęciu psychologicznym, socjologicznym i kulturowym

Definicje psychologiczne	Definicje socjologiczne	Definicje kulturowe
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Element systemu przekonań jednostki o charakterze nienormatywnym bądź normatywnym ▶ Przekonanie innych ludzi na temat stanu psychicznego, fizycznego lub działań jednostki uważanych za godne pożądania ▶ Przedmiot, który zaspokaja potrzeby jednostki ▶ Obserwowalne zachowania jednostki 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Przedmioty lub przekonania o nienormatywnym charakterze, determinujące podobne przeżycia psychiczne i działania jednostek jako grup społecznych ▶ Przekonania rozpowszechnione w grupie, określające godne pożądania sądy i zachowania jej członków ▶ Przekonania określające godne pożądania cechy poszczególnych grup społecznych lub społeczeństwa jako całości 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Powszechnie pożądane w danym społeczeństwie przedmioty o symbolicznym lub niesymbolicznym znaczeniu ▶ Powszechnie akceptowane sądy egzystencjalno-normatywne ▶ Rozpowszechnione w danym społeczeństwie przekonania, określające godne pożądania sądy i zachowania jego członków ▶ Przekonania na temat systemu wartości i norm, uważanego za godny pożądania dla danego społeczeństwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Misztal, 1980, s. 16–19].

Rozważając istotę pojęcia „wartość”, warto mieć na uwadze to, że w filozofii klasycznej nie używano tego pojęcia w celu oznaczenia przedmiotu pożądania. Pierwotnie stosowano pojęcie „dobro” rozumiane jako realny czynnik, który wywołuje miłość i związane z nią osobowe stany psychiczne. Tak rozumiana wartość staje się motywem podejmowania przez człowieka pewnych działań. Wartość filozoficzna może także zostać zdefiniowana jako przedmiot osądu lub oceny. Zgodnie z tym podejściem mogą zostać wyodrębnione poszczególne kategorie wartości, takie jak [Lewicka, 2014]:

- ▶ wartość subiektywna, rozumiana jako cecha obiektu sprawiająca, że jest on pożądany lub ceniony przez konkretną osobę,
- ▶ obiektywna wartość wewnętrzna, definiowana jako cecha obiektu wpływająca na to, że powinien on być ceniony bez względu na indywidualne preferencje,
- ▶ obiektywna wartość instrumentalna, określana mianem cechy, która decyduje, że przedmiot może spełniać określone funkcje lub cele.

W rozważaniach na temat wartości zwraca uwagę dostrzeżenie relacji między wartością a danym przedmiotem wartościowania. Zgodnie z tradycyjną metafizyką (już od Platona poczynając), dopuszczalne jest traktowanie wartości jako samoistnego bytu, który istnieje niezależnie od przedmiotów materialnych, które są nośnikami tej wartości albo w niej partycypują. Odmienny pogląd prezentowali pozytywiści, utrzymując, że sądy oceniające nie posiadają wartości poznawczej, więc sam akt wartościowania nie pozwala stwierdzić, że coś faktycznie istnieje [Gajewski, 2006, s. 385].

„Wartość” jest istotną kategorią także w etyce. Etyka wartości zajmuje się specyfikowaniem i hierarchizowaniem dóbr, w celu wskazania tych najważniejszych oraz mniej istotnych, lub inaczej – bardziej oraz mniej cennych. W takim ujęciu należy dokonać rozróżnienia wartości autotelicznych (wartość sama w sobie, wartość niezbywalna), które są fundamentem stanowiącym punkt oparcia i mogą być kryterium oceniania działań czy zachowań, od wartości o charakterze instrumentalnym, które można, a wręcz należy, poświęcać. Jest to etyka pierwszeństwa dla wartości, cnót i celów, przy czym sam sposób działania może być w niej usprawiedliwiany intencją, zamiarem czy celem. W tak rozważanej myśli etycznej wyróżniono dwa podstawowe nurty etyki wartości: naturalistyczny, w którym potrzeby naturalne determinują świat wartości, a przez to także etykę (pojmowanie wartości w sensie użytkowym), oraz nurt antynaturalistyczny, w którym to świat wartości i etyka wyznaczają działania społeczne oraz ich cele.

1.1.2. Pojęcie wartości w ujęciu ekonomicznym

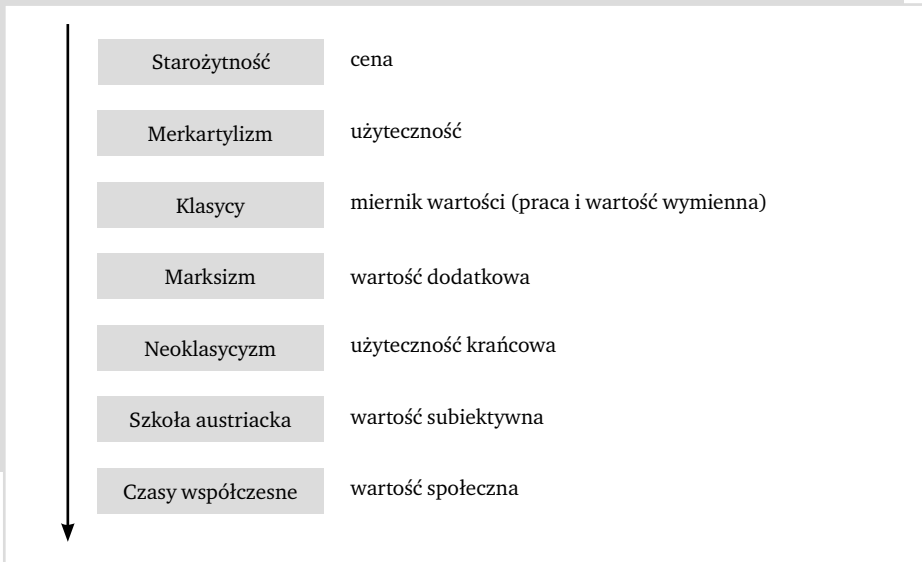
Zaprezentowana kategoria wartości w ujęciu filozoficznym oraz etycznym przybliży istotę kategorii wartości w ujęciu ekonomicznym. Pozwala dostrzec, że pierwotna idea wartości ma charakter uniwersalny i dotyczy tego, co jest „dobrem” dla społeczeństwa lub danej jednostki w ujęciu obiektywnym bądź w świetle subiektywnej, indywidualnej oceny. Kategoria wartości w ujęciu ekonomicznym ewoluowała w czasie od starożytności aż po czasy współczesne (rys. 1.1 i 1.2). Już w średniowiecznej Europie św. Tomasz z Akwinu prowadził rozważania dotyczące istoty sprawiedliwej wymiany, która powinna opierać się na wymianie równej wartości: „wartość jest wyraźnie związana z pracą, jej wyrazem ilościowym i jakościowym”. Konceptje objaśniające pojęcie wartości ewoluowały na przestrzeni dziejów. W XVII w. William Petty podjął próbę określenia istoty wartości towaru i źródeł bogactwa, twierdząc, że: „ojcem bogactwa jest praca, a matką – ziemia”. W kolejnym wieku Adam Smith podjął próbę odróżnienia wartości użytkowej od wartości wymiennej towaru, akcentując przy tym kwestię pracy jako jedyne miernika oceny i porównywalności wartości dóbr. David Ricardo (XVIII/XIX w.) podejmował z kolei koncepcyjne próby poszukiwania wartości absolutnej. Ewolucja teorii wartości trwała w kolejnych latach, gdy Karol Marks (XIX w.) rozwinął definicje wartości użytkowej i wartości wymiennej towaru oraz wprowadził pojęcie pracy społecznej (abstrakcyjnej) jako źródła wartości wymiennej, a Carl Menger (XIX/XX w.) stworzył subiektywną teorię wartości, w której główny akcent położony został na problemie użyteczności i rzadkości [Panfil, Szablewski, 2011, s. 24–26].

Rysunek 1.1. Ewolucja myśli dotyczącej objaśnienia wartości



Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Panfil, Szablewski, 2011, s. 24–26].

Analizując kształtowanie się kategorii wartości ekonomicznej w czasie (rys. 1.2), K. Fiedorowicz i J. Fiedorowicz zwracają uwagę, że najistotniejsze zmiany polegały na pogłębianiu definicji wartości dobra oraz na kształtowaniu coraz bardziej precyzyjnych sposobów pomiaru wartości. Współcześnie w naukach ekonomicznych różnorodne podejście do kategorii wartości doprowadziło do wieloznaczności jej interpretacji. „Wartość” jest zatem inaczej rozumiana przez teoretyków ekonomii (w szczególności, biorąc pod uwagę różnice w obranej doktrynie ekonomicznej), a inaczej przez przedsiębiorców, konsumentów czy księgowych. Podmioty te dostosowują elastycznie pojęcie wartości do indywidualnych potrzeb.

Rysunek 1.2. Kształtowanie się kategorii wartości ekonomicznej w czasie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Fiedorowicz, Fiedorowicz, 2012, s. 153–154].

Autorzy podkreślają, że ewolucja pojęcia „wartość” wydaje się nie mieć końca, a zróżnicowanie kategorii wartości dotyczy dwóch odrębnych poziomów poznania: definiowania kategorii wartości ekonomicznej (poziom pierwszy) i pomiaru wielkości wartości ekonomicznej (poziom drugi) [Fiedorowicz, Fiedorowicz, 2012, s. 153–154].

1.1.3. Wartość przedsiębiorstwa i jej rodzaje

W niniejszej książce, rozważania dotyczące wartości zostają zawężone do kwestii wartości przedsiębiorstwa, definiowanego w ujęciu przedmiotowym [Encyklopedia Zarządzania]¹ jako „działalność gospodarcza, w skład której wchodzi składniki majątkowe o charakterze materialnym i niematerialnym, pozwalające na prowadzenie działalności wytwórczej, handlowej czy usługowej”². Akcenty definicyjne różnorodnych kategorii wartości przedsiębiorstwa uporządkowano w tabeli 1.2.

¹ Odmienne jest znaczenie podmiotowe, które utożsamia pojęcie przedsiębiorstwa z *podmiotem praw i obowiązków*; z kolei ujęcie funkcjonalne określa przedsiębiorstwo jako *stałą i zawodową działalność gospodarczą prowadzoną w celach zarobkowych*.

² Art. 551, Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. 1964 nr 16 poz. 93) z późn. zm.

Współcześnie podstawowe znaczenie ma ekonomiczna wartość przedsiębiorstwa, którą rozumie się najczęściej jako jego zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych w przyszłości. Wartość ta zmienia się wraz ze zmianą uwarunkowań gospodarczych i założeń przyjętych w strategii przedsiębiorstwa [Panfil, Szablewski, 2011, s. 26–27].

Tabela 1.2. Akcenty definicyjne stosowane w określaniu wartości przedsiębiorstwa

Kategoria wartości	Akcenty definicyjne
Godziwa wartość rynkowa	<ul style="list-style-type: none"> ▶ hipotetyczna transakcja ▶ pełna informacja u obu stron ▶ brak presji
Wartość sprawiedliwa	<ul style="list-style-type: none"> ▶ hipotetyczna transakcja ▶ brak presji ▶ możliwość wystąpienia sytuacji nietypowych
Wartość inwestycyjna	<ul style="list-style-type: none"> ▶ korzyści dla nabywcy przedsiębiorstwa ▶ wartość przepływów, jakie zostaną wygenerowane ▶ wartość aktywów dla nowego właściciela
Wartość fundamentalna (wewnętrzna)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ wartość przedmiotu wyceny ▶ pominięcie aspektów transakcyjnych ▶ potencjał związany z samymi aktywami
Wartość księgową	<ul style="list-style-type: none"> ▶ odnoszona do kapitałów własnych ▶ odzwierciedlenie historycznego kosztu gromadzenia kapitału własnego
Wartość rynkowa	<ul style="list-style-type: none"> ▶ wartość przedmiotu wyceny ▶ sytuacja transakcyjna ▶ brak presji
Wartość likwidacyjna	<ul style="list-style-type: none"> ▶ sytuacja likwidacji przedsiębiorstwa ▶ sprzedaż aktywów wystąpiłaby oddzielnie

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Kicia, Patterson, 2016, s. 408–409].

W przypadku rynków konkurencyjnych i efektywnych, wartość ekonomiczna jest odpowiednikiem wartości rynkowej, tj. ceny, za jaką dany obiekt można sprzedać lub kupić. Precyzując, wartość rynkowa może być równa wartości bieżącej netto gotówki, jaką można z danego obiektu osiągnąć w drodze sprzedaży albo poprzez wykorzystanie go do generowania przychodów gotówkowych.

Od XX wieku badania nad problematyką wartości są skoncentrowane w obrębie dwóch nurtów: wartości dla klienta oraz dla akcjonariuszy (później dla interesariuszy) [Panfil, Szablewski, 2011, s. 24–26]. Samo pojęcie „wartość dla klienta” (*customer value, value to customer*) sformułował po raz pierwszy w 1954 r. P. Drucker w książce „The Practice of Management”³. W późniejszych

³ Informacja z [Doligalski, 2013, s. 57].

latach takie i podobne sformułowania pojawiały się w publikacjach z zakresu zarządzania i marketingu. W literaturze anglojęzycznej *customer value* jest pojęciem obejmującym całościową wartość dla klienta, a także wartość klienta dla firmy, tj. wyrażony w ujęciu pieniężnym ogół wartości netto, jakie generuje klient na rzecz firmy [Doligalski, 2013, s. 57].

Drugie z pojęć – wartość dla akcjonariuszy – wywodzi się z okresu lat pięćdziesiątych XX wieku i rozwinęło się dzięki stosowaniu modelu CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), wiążącym stopę zwrotu z inwestycji z poziomem ryzyka. Jednak jako przełomową dla tej koncepcji uznaje się pracę A. Rappaporta pt. „Creating Shareholder Value”, opublikowaną w 1986 r.⁴. Zgodnie z ideą „zysk to opinia, gotówka to fakt”, poddano krytyce zysk jako miernik oceny rezultatów działalności przedsiębiorstwa oraz zaprezentowano zaawansowaną, rozwiniętą koncepcję zarządzania wartością dla akcjonariuszy [Panfil, Szablewski, 2011, s. 26].

1.1.4. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa w teorii i praktyce

Zdefiniowanie pojęcia „wycena” wydaje się pozornie prostsze niż określenie pojęcia „wartość”. W „Słowniku języka polskiego” wycena oznacza „ocenę wartości danego przedmiotu bądź usługi” [Słownik Języka Polskiego]. Definicja ta zawęża czynność wyceny jedynie do realnych przedmiotów oraz konkretnych usług, jednak brak jednoznacznej interpretacji terminu wartość wymaga dokonania pewnych założeń przez podmiot sporządzający wycenę. Praktycy wyceny przedsiębiorstw definiują w Polsce wycenę przedsiębiorstwa jako „zleconą czynność lub proces dochodzenia do opinii o wartości przedsiębiorstwa, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub udziałów w jego kapitale własnym” [PFSRM, 2011]. Z kolei w literaturze ekonomicznej wycena definiowana jest często jako „przyporządkowanie pewnemu przedmiotowi – obiektowi wyceny – przez podmiot wyceniający pewnej wartości, najczęściej w postaci sumy pieniężnej” [Matschke, Brösel, 2011, s. 3].

W literaturze przedmiotu od lat ścierają się dwa przeciwstawne poglądy dotyczące teorii wyceny przedsiębiorstw. Neoklasyczne szkoły anglosaskie bazowały na wyidealizowanym świecie modeli, opierającym się na neoklasycznej teorii finansowania. Wycena w takim ujęciu teoretycznym jest zorientowana na anonimowy, „zorganizowany w formie giełdy, doskonały i zupełny rynek kapitałowy (...), jest zorientowana ponadindywidualnie”. W tak zaprezentowanej teorii nie występuje różnica między wartością a ceną, dlatego wartość przedsiębiorstwa jest tożsama z jego wartością rynkową, dla której punktem wyjścia

⁴Informacja z [Panfil, Szablewski, 2011, s. 26]. W bibliografii późniejsze wydanie w Polsce [Rappaport, 1999].

jest pojęcie wartości w znaczeniu „wartości wymiennej”. Takie podejście do wyceny nakłada konieczność sformułowania i spełnienia restrykcyjnych założeń teoretycznych (dla wyceny pozbawionej arbitrażu), dotyczących „doskonałości, zupełności rynku, pełnej konkurencji” [Matschke, Brösel, 2011, s. 11–12].

Odmienne założenia prezentuje funkcjonalna teoria wyceny przedsiębiorstwa szkoły niemieckiej, akcentująca konieczność analizy zadań przedsiębiorstwa oraz uzależnienie wartości przedsiębiorstwa od realizowanych celów i sprawowanych funkcji. W świetle teorii funkcjonalnej wycena zależna jest od danego celu, nie istnieje więc wartość przedsiębiorstwa „sama w sobie” ani jedna obiektywna procedura jej ustalania, ponieważ „przedsiębiorstwo ma nie tylko inną wartość dla poszczególnych osób zainteresowanych wyceną, ale może mieć także różną wartość, zależnie od postawionego problemu”. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa zgodnie z teorią funkcjonalną wyróżniają następujące charakterystyki [Matschke, Brösel, 2011, s. 11–12]:

- ▶ zasada subiektywizmu: przedsiębiorstwo ma dla każdego podmiotu wyceny indywidualną wartość;

- ▶ zasada odniesienia do przyszłości: aktualne oraz historyczne korzyści nie mają wpływu na wycenę; ważne są tylko te korzyści, które podmiot wyceny będzie czerpał w przyszłości;

- ▶ zasada całościowej wyceny: przedsiębiorstwo powinno być wyceniane jako całość; nie jest właściwa wycena jednostki gospodarczej jako suma wycen jego części składowych;

- ▶ nawiązanie do zależności wyniku wyceny od jej celu: każdy rachunek musi być dopasowany do jego celu.

Z uwagi na mnogość podejść do procesu wyceny oraz wielość i istotne różnicowanie metod, w literaturze przedmiotu można napotkać systematykę wyodrębniającą trzy grupy poglądów dotyczących wartości przedsiębiorstwa [Beszterda, 2006]:

- ▶ absolutystyczny (dominuje głównie w Niemczech), zgodnie z którym właściwą wartością przedsiębiorstwa jest wartość dochodowa;

- ▶ relatywistyczny, w którym uznaje się, że przedsiębiorstwo ma wiele wartości, w zależności od celu sporządzanej wyceny, a także charakteru zainteresowanych nią stron;

- ▶ mieszany (absolutystyczno-relatywistyczny), zgodnie z którym jedyną właściwą wartością przedsiębiorstwa jest jego wartość rynkowa, jednak z uwagi na często utrudnione warunki jej sporządzenia – w charakterze substytutów wykorzystuje się różne inne metody wyceny, w zależności od uwarunkowań oraz indywidualnej charakterystyki wycenianego przedsiębiorstwa.

Pomimo rozbudowanego zaplecza teoretycznego i bogatego instrumentarium wyceny przedsiębiorstw, potrzeby praktyki wydają się wyprzedzać dorobek naukowy oraz uwarunkowania legislacyjne. Naukowcy zwracają

uwagę, że w Polsce nie istnieje certyfikowany zawód biegłego w zakresie wyceny przedsiębiorstw (*Business Valuation Analyst* w Stanach Zjednoczonych, *Business Appraiser* w Kanadzie). Jedyną oficjalną profesją związaną z wycenami w sposób bezpośredni to rzeczoznawca majątkowy, koncentrujący zwykle uwagę na wartości wybranych składników środków trwałych, budynkach, budowlach, gruntach, środkach transportu, maszynach i urządzeniach [Panfil, Szablewski, 2011, s. 33]. Takie podejście we współczesnym rozumieniu wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa wydaje się zbyt wąskie i pojawiła się potrzeba przeniesienia najlepszych praktyk wyceny przedsiębiorstw na polski grunt. Przykładem zainicjowania takich działań mogą być standardy wyceny⁵ opracowane przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (PFSRM) „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, których celem jest zaprezentowanie wypracowanych z inicjatywy środowiska zawodowego rzeczoznawców majątkowych zasad dobrej praktyki zawodowej w zakresie wyceny przedsiębiorstw [PFSRM, 2011]. W dokumencie położono nacisk na konieczność określenia i zdefiniowania standardu wartości (np. godziwej wartości rynkowej, wartości sprawiedliwej, wartości inwestycyjnej czy wartości wewnętrznej) mającego zastosowanie w danej wycenie zgodnie z precyzyjnie określonymi przesłankami (tj. celem wyceny, przyjętymi założeniami i ograniczeniami, stanem przedmiotu wyceny, uwarunkowaniami prawnymi oraz metodycznymi) [Panfil, Szablewski, 2011, 33–34]. W opracowaniu PFSRM zwraca uwagę istotne doprecyzowanie, że „wycena przedsiębiorstwa nie stanowi przejawu działalności zawodowej rzeczoznawcy majątkowego”. Z uwagi na aktualny stan prawny, sporządzanie wyceny przedsiębiorstw nie jest zastrzeżone dla określonej grupy zawodowej⁶ i może być wykonywane m.in. przez rzeczoznawców majątkowych (pełniących wówczas rolę specjalisty, eksperta lub doradcy) [PFSRM, 2011].

1.2. Proces wyceny przedsiębiorstwa

1.2.1. Przesłanki wyceny

Określenie, w jakim celu⁷ sporządzana jest wycena danego przedsiębiorstwa, jest możliwe na podstawie znajomości przyczyn sporządzania tej wyceny [Borowiecki i in., 2002, s. 64]. Współcześnie, ekonomiści są na ogół

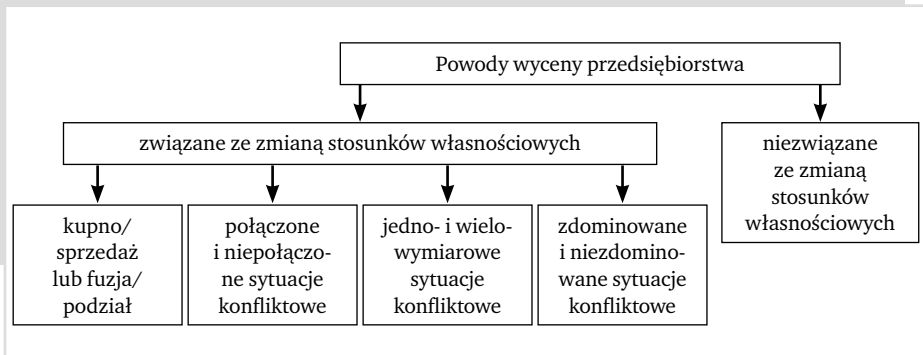
⁵Wcześniej publikowane jako *Nota Interpretacyjna nr 5*.

⁶Zgodnie ze Standardem: *Wycenę przedsiębiorstwa wykonuje wyceniający, rozumiany jako osoba lub zespół osób posiadających odpowiednie kwalifikacje*.

⁷Terminy „cel wyceny” oraz „przesłanka” można traktować jako merytoryczne synonimy.

zgodni, że wynik kalkulacji wartości przedsiębiorstwa powinien być oceniany w odniesieniu do celu oraz przyczyn tych obliczeń. Inna będzie perspektywa w przypadku wyceny sporządzanej dla potrzeb wewnętrznych, inna w przypadku planowanej sprzedaży przedsiębiorstwa. Inaczej w niezdominowanej sytuacji konfliktowej, gdy strony transakcji akceptują proponowane postulaty, odmienne zaś w sytuacji zdominowanej, kiedy może dojść do wymuszonej zmiany stosunków własnościowych (rys. 1.3).

Rysunek 1.3. Systematyzacja powodów wyceny przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Matschke, Brösel, 2011, s. 40].

W krajowej literaturze przedmiotu wyszczególniane cele wyceny przedsiębiorstw są najczęściej zbliżone do klasyfikacji C. Helblinga, która wymienia cele związane z [Borowiecki i in., 2002, s. 64]:

- ▶ transakcjami prowadzącymi do zmiany właściciela/właścicieli przedsiębiorstwa,
- ▶ restrukturyzacją,
- ▶ koncepcją zarządzania wartością przedsiębiorstwa,
- ▶ prowadzeniem transakcji finansowych (m.in. formami finansowania kapitałem obcym),
- ▶ prawem o spadkach i darowiznach oraz prawem rodzinnym,
- ▶ wyceną do celów podatkowych,
- ▶ wymiarem odszkodowań,
- ▶ inne.

M. Kufel [1992, s. 7] systematyzuje cele prowadzonej wyceny przedsiębiorstw nieco ogólniej, dzieląc je na cztery główne grupy: związane z transferem praw własności, związane z przekształceniami strukturalnymi, determinowane pomiarem podatków i opłat oraz inne cele. Przesłanki z grupy pierwszej obejmują zarówno standardowe transakcje kupna/sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego części, jak również wystąpienie, wyłączenie udziałowców z danego

przedsiębiorstwa, a nawet wyłączenie danej jednostki gospodarczej (także częściowe). Cele wyceny przedsiębiorstwa dotyczące przekształceń strukturalnych są zwykle związane częściowo ze zmianami własnościowymi i mogą obejmować takie przesłanki, jak: fuzja, podział, likwidację, przekazanie lub zwrot całości przedsiębiorstwa lub jego części w ramach umowy dzierżawy, wniesienie przedsiębiorstwa jako aportu do kapitału zakładowego spółki, a także przyjęcie nowych udziałowców. W ramach grupy przesłanek wyceny przedsiębiorstw związanych z wymiarem podatków majątkowych oraz opłat skarbowych, autor wyszczególnia takie daniny publiczne jak podatek od spadków, darowizn, opłatę skarbową od transakcji, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo lub jego część. Ostatnia grupa przesłanek obejmuje różnorodne sytuacje niesklasyfikowane w grupach poprzednich, m.in. szacowanie wartości dla potrzeb ubezpieczeniowych czy kontrolę wewnętrzną wartości kapitału zaangażowanego przez właściciela w dane przedsiębiorstwo.

1.2.2. Funkcje wyceny

W krajowej i zagranicznej literaturze przedmiotu funkcje wyceny przedsiębiorstw klasyfikowane są na wiele sposobów, a autorzy często nie są zgodni co do jednolitych kryteriów systematyzacji. Polscy autorzy kategoryzują funkcje wyceny m.in. na grupy wynikające z przyczyn sporządzania wyceny. W takim ujęciu wyróżniono trzy spójnie powiązane ze sobą funkcje: doradcza, argumentacyjną oraz mediacyjną. Funkcja doradcza w swojej istocie sprowadza się do opracowania informacji niezbędnych do podjęcia określonych decyzji (m.in. określenie dolnej granicy ceny sprzedaży, górnej granicy ceny nabycia czy minimalnej wartości udziału w kapitale zakładowym przedsiębiorstwa). Funkcja argumentacyjna polega na tym, że wycena dostarcza informacji mających na celu skuteczne negocjowanie danego stanowiska. Funkcja mediacyjna ma na celu odnalezienie wartości możliwej do zaakceptowania przez wszystkie strony danej transakcji [Kufel, 1992, s. 9]. Praktycy PFSRM, poza tymi trzema funkcjami, wyróżniają jeszcze dwie funkcje: zabezpieczającą oraz informacyjną. Istotą funkcji zabezpieczającej jest dostarczenie informacji w celu zabezpieczenia przed negatywnymi skutkami sporów na tle wartości. Funkcja informacyjna związana jest z procesem zarządzania jednostką gospodarczą [PFSRM, 2011]. O ile w kwestii funkcji głównych teoretycy są zwykle zgodni i wyróżniają funkcję decyzyjną, pośredniczącą oraz argumentacyjną lub ich zbieżne leksykalnie odpowiedniki, pojawia się jednak pewien dyskurs dotyczący potrzeby uszczegółowienia oraz charakterystyki funkcji pobocznych, którą to potrzebę część autorów kwestionuje [Kufel, 1992, s. 8].

W literaturze zagranicznej można odnaleźć systematyki funkcji wyceny przedsiębiorstwa wyróżniające poziom funkcji głównych, których podłożem

jest potencjalna lub faktyczna zmiana stosunków własnościowych, oraz funkcje poboczne, kiedy to przedsiębiorstwa nie są pierwotnie wyceniane w celu decydowania o zmianach właścicielskich. Katalog funkcji pobocznych (pomocniczych) może obejmować np. funkcje: informacyjną, pomiaru podatków oraz kształtującą kontrakty [Użik, 2008]. W ujęciu bardziej szczegółowym można wyróżnić: funkcję wspierającą kredyty, sterującą, informacyjną, motywacyjną, pomiaru podatków oraz funkcję kształtującą układy (relacje) [Matschke, Brösel, 2011, s. 13–15].

1.2.3. Dobór metody

Wybór właściwych metod wyceny przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników, które M. Postuła systematyzuje jako [Postuła, 2014]:

- ▶ stan majątku i kondycji finansowej danego przedsiębiorstwa,
- ▶ wartość prognozowanych przepływów pieniężnych,
- ▶ pozycję rynkową: w szczególności aktualne i potencjalne udziały w rynku, pozycję marketingową, reputację, fazę życia, kwalifikacje kadry zarządzającej,
- ▶ poziom ryzyka: uzależnienie od stabilności sytuacji gospodarczej, fazy cyklu koniunkturalnego, inflacji, regulacji prawnych, czynników politycznych.

Biorąc pod uwagę źródła informacji mające wpływ na dobór metody wyceny, można wymienić uregulowania formalnoprawne, uwarunkowania merytoryczne oraz rekomendacje praktyków sporządzających wycenę. Jak zauważa R. Borowiecki, „niezależnie od formalnych wymagań (...) etyka osoby przeprowadzającej wycenę wskazuje na bezwzględną konieczność niepoprzestawiania na minimalnych formalnoprawnych wymogach i potraktowania procesu wyceny przedsiębiorstwa w sposób szerszy, wykorzystujący bogaty wachlarz metod [Borowiecki i in., 2002, s. 79]”.

Wybór metody wyceny przedsiębiorstwa charakteryzuje szerzej D. Zarzecki [1998, s. 62], specyfikując oraz opisując poszczególne czynniki determinujące dobór metody. Autor wyróżnia czynniki ogólne, odnoszące się do każdej estymacji wartości, bez względu na czas, miejsce, rodzaj działalności przedsiębiorstwa, a z drugiej strony charakteryzuje czynniki specyficzne, warunkowane indywidualnymi cechami badanej jednostki gospodarczej, specyfiką danej branży oraz uwarunkowaniami lokalnymi (tab. 1.3). D. Zarzecki zwraca uwagę, że przywoływane czynniki nie mają charakteru absolutnego i choć są obiektywnie najważniejsze, to nie wyczerpują wszystkich potencjalnych determinant. Zdaniem autora, siła wpływu poszczególnych czynników zmienia się w czasie i jest przedmiotem osądu o charakterze subiektywnym.

Polskie standardy wyceny przedsiębiorstw kształtują się powoli i są wypracowywane już od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku, jednak wymogi formalne znajdują zastosowanie jedynie w analizach przedprywatyzacyjnych

instytucji państwowych [Patena, Maślankowski, 2010, s. 26–27]. Jak zauważają Patena i Maślankowski, chociaż istnieje zgodność co do podstawowych pojęć związanych z procesem wyceny przedsiębiorstw, to brakuje w Polsce standardów pozwalających zunifikować proces wyceny w taki sposób, aby wyniki wyceny mogły stać się w pewnym chociaż stopniu porównywalne.

Tabela 1.3. Czynniki określające dobór metody wyceny

Czynniki ogólne	Czynniki specyficzne
<ul style="list-style-type: none"> ▶ Cel wyceny ▶ Podmiot wyceny ▶ Aktualny stan gospodarki i prognozy jej rozwoju ▶ Stan rynku papierów wartościowych 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Ilość i jakość dostępnych informacji o przedmiocie wyceny ▶ Stan i perspektywy danej branży ▶ Stan i perspektywy regionu ▶ Sytuacja ekonomiczna danego przedsiębiorstwa ▶ Przedmiot działalności gospodarczej i stopień zdywersyfikowania danego biznesu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Zarzecki, 1998, s. 62–65].

Próbę wypełnienia niniejszej luki podjęła Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych skupiająca 24 Regionalne Stowarzyszenia Rzecznawców Majątkowych, reprezentujące w sumie ponad 3,5 tysiąca członków. Wspomniane w punkcie 1.2.2 „Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw” zawierają stwierdzenie, że „przyjęte założenia (wyceny) wpływają na wybór stosowanych metod wyceny” a także „niezbędne jest wskazanie celu wyceny, który wpływa na wybór (...) stosowanych metod”. Zasady nie precyzują jednak szczegółów dotyczących prawidłowego doboru metody.

W publikacjach organizacji amerykańskich, które zrzeszają podmioty sporządzające wyceny oraz księgowych, dominuje pogląd, że dobór metody wyceny przedsiębiorstwa nie powinien być uzależniany od jednoznacznych algorytmów czy precyzyjnie określonej formuły. Każda z opisywanych organizacji sporządza własne standardy wyceny, które w praktyce są podobne, kompatybilne lub odwołują się do dokumentów wyższego rzędu. Obok kwestii etycznych, analitycznych oraz technicznych są w nich poruszane zagadnienia dotyczące doboru metody wyceny [Patena, Maślankowski, 2010, s. 26–27]. Standardy wyceny ASA (*American Society of Appraisers*) sugerują, że użycie określonych metod wyceny powinno wynikać z profesjonalnej oceny wyceniającego, którego rolą jest ocena dostępności i wiarygodności danych, a także rozważenie, która z dostępnych metod jest koncepcyjnie najodpowiedniejsza [ASA, 2009]. Standardy IBA (*Institute of Business Appraisers*) precyzują, że podmiot sporządzający wycenę przedsiębiorstwa powinien uargumentować przesłanki doboru metody wyceny, a także uzasadnić przyczyny odrzucenia innych metod. Standardy ACIPA (*American Institute of Certified Public Accountants*) rekomendują użycie trzech metod. Po ich zastosowaniu podmiot sporządzający wycenę powinien

skorelować rezultaty otrzymane za pomocą różnych metod, dostosowanych do przedmiotu wyceny. Zadaniem wyceniającego jest ocena wiarygodności wyników oraz decyzja, czy wartość ostateczna będzie wynikiem uzyskanym przy wykorzystaniu jednej metody, czy też kombinacją kilku z nich [Patena, Maślankowski, 2010, s. 26].

A. Damodaran [2012] zwraca uwagę na problem powielania stereotypów, jakie są zakorzenione wśród analityków wyceny przedsiębiorstw. Wpływają one na dobór metody oraz koncentrację uwagi na wybranych elementach procesu wyceny przedsiębiorstw. Autor wymienia i koryguje mity wyszczególnione w tabeli 1.4. Szczególną uwagę zwraca mit 4, w świetle którego dobór bardziej skomplikowanej metody matematycznej świadczy o sporządzaniu dokładniejszej wyceny, oraz mit 6 dotyczący koncentrowania uwagi na osiągnięciu wyniku końcowego, dezawuuując znaczenie samego procesu wyceny danego przedsiębiorstwa. Analizując przedstawione w tabeli mity, należy zauważyć, że istotny jest również aspekt konfrontacji między klasyczną teorią finansów a zagadnieniami finansów behawioralnych. Mogą one stanowić ważne, komplementarne podejście uzupełniające dotychczasowe postrzeganie nauki o finansach [Gajdka, 2013, s. 206], także w procesie wyceny przedsiębiorstw.

Podsumowując te rozważania, można stwierdzić, że aktualne publikacje nie wyznaczają jednej sugerowanej procedury doboru metody wyceny przedsiębiorstwa. Akcentowana jest konieczność uwzględnienia szerokiego wachlarza metod i doboru kilku różnorodnych metod, stosownie do specyfiki danej jednostki gospodarczej, jej sytuacji wewnętrznej oraz uwarunkowań zewnętrznych. Jak wskazano w podrozdziale, dla podmiotów sporządzających wycenę przedsiębiorstw istotne jest myślenie niestereotypowe, a także unikanie popadania w rutynę i schematyczność. Otwarty umysł i elastyczność osób sporządzających wycenę oraz wysoki poziom standardów pracy oraz etyki zawodowej umożliwiają sporządzenie wyceny w sposób przekrojowy, rzetelny i spójny.

Tabela 1.4. Stereotypy dotyczące procesu wyceny i propozycje ich eliminowania

L.p.	Stereotyp/przekonanie	Wyjaśnienie	Proponowane rozwiązania
Mit 1	Ponieważ modele wyceny są ilościowe, wycena ma charakter obiektywny.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ wszystkie wyceny są stroniczne, ▲ modele wykorzystywane do wyceny mogą mieć charakter czysto ilościowy, jednak dane wejściowe każdego modelu zawierają elementy o charakterze subiektywnych osądów, ostateczna wartość, uzyskana w procesie wyceny jest zniekształcona przez nastawienie wnoszone do procesu. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ unikanie ekspozycji na informacje publiczne, zanim wycena zostanie sporządzona, ▲ unikanie subiektywnych, prywatnych osądów, czy przedsiębiorstwo jest niedoszacowane, czy przeszacowane, ▲ zlecenie wyceny obiektywnym podmiotom zewnętrznym.
Mit 2	Prawidłowo sporządzona i dobrze opracowana wycena jest ponadczasowa.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ na wartość przedsiębiorstwa wpływają informacje wewnętrzne oraz zewnętrzne, które zmieniają się dynamicznie w czasie. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ aktualizacja mikroekonomicznych i makroekonomicznych danych wejściowych.
Mit 3	Dobra wycena odzwierciedla precyzyjną wartość przedsiębiorstwa.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ założenia wyceniającego są subiektywne, ▲ stopień dokładności wycen może się znacznie różnić w zależności od wielkości, dojrzałości, historii finansowej przedsiębiorstwa, sektora w którym funkcjonuje oraz rodzaju rynku. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ stosowanie marginesu błędu na poczet wymiennych, możliwych rozbieżności.
Mit 4	Im bardziej ilościowy model, tym lepsza jest wycena.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ każdy element danych wejściowych zawiera zniekształcenia, ▲ im bardziej rozbudowany model, tym więcej danych wejściowych należy do niego wprowadzić, co zwiększa ryzyko błędu. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ poszukiwanie kompromisu pomiędzy korzyściami wynikającymi z budowy bardziej szczegółowego modelu a kosztami, jakie się z tym wiąże, ▲ uwzględnienie zarówno kosztów finansowych, jak i kosztów błędów szacunkowych.
Mit 5	Aby zarabiać na wycenie, należy przyjąć założenie o nieefektywności rynku.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ niedowartościowanie czy przewartościowanie może wynikać z wielu czynników, zarówno tych o charakterze obiektywnym, jak i subiektywnym. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ stosowanie ostrożnego podejścia, zgodnie z którym „rynki nie są ani nieefektywne, ani efektywne”.
Mit 6	Isotą wyceny jest jej „produkt” tj. wartość; sam proces nie jest ważny.	<ul style="list-style-type: none"> ▲ ryzyko koncentracji na samym wyniku wyceny prowadzi do pominięcia wielu innych, istotnych informacji, objawiających się podczas procesu wyceny. 	<ul style="list-style-type: none"> ▲ proces szacowania wartości przedsiębiorstwa ma charakter informacyjny na wszystkich, jego poszczególnych etapach. ▲ prawidłowe wyodrębnienie determinantów wartości danego przedsiębiorstwa, może okazać się cenniejsze niż sama obliczona wartość końcowa danej jednostki gospodarczej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Damodaran, 2005].