

PAWEŁ KOSIŃ

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

**WYCENA NIEKTÓRYCH INWESTYCJI DŁUGOTERMINOWYCH
W PROCESIE ZARZĄDZANIA
WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA**

Streszczenie

Współczesne organizacje coraz częściej wykorzystują elastyczne struktury modułowe i sieciowe. Powoduje to narastanie specyficznych dla tych formacji problemów. Wśród nich jest wzrost aktywów ujawnianych w pozycji inwestycji długoterminowych. W artykule omówiono metody wyceny niektórych aktywów, wskazując jednocześnie na znaczenie wartości godziwej w procesach zarządzania wartością kapitału przedsiębiorstwa oraz płynące stąd konsekwencje.

Słowa kluczowe: wartość godziwa, instrumenty kapitałowe zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

1. Wartość godziwa na tle innych interpretacji wartości przedsiębiorstwa w procesie wyceny

Współczesne organizacje stają się coraz bardziej usieciowione, wirtualne. Proces ten zmienia znaczenie i interpretację centralizacji i hierarchii. Usieciowienie, a więc wykorzystanie zasobów (w tym kompetencji) alokowanych poza przedsiębiorstwem i kształtowanie powiązań heterarchicznych, może być rozpatrywane jako reakcja na narastającą niepewność. Elastyczność modułowych organizacji sieciowych umożliwia im szybką reakcję na zmiany burzliwego otoczenia i dynamicznie kształtowanie portfela zasobów. Jest to osiągalne dzięki zwiększeniu stopnia elastyczności, zapewnieniu odpowiedniego potencjału

bez ograniczeń właściwych dla rozwoju wewnętrznego, wykorzystaniu nadarzających się szans i okazji rynkowych oraz zwiększeniu dostępu do zasobów i informacji¹.

Ekspansja struktur sieciowych wywołuje narastanie specyficznych dla tej formacji problemów. Alokowanie części ogniw łańcucha wartości poza granicami organizacji wyznaczającymi jej odrębność podmiotową oznacza wzrost wartości aktywów ujawniających się w formie instrumentów kapitałowych w inwestycjach długoterminowych przedsiębiorstw². Wycena tych aktywów może w istotny sposób wpływać na postrzeganie przedsiębiorstwa przez interesariuszy, kształtując wartość aktywów trwałych oraz sumę bilansową, a także strukturę kapitału i wartość kapitału własnego. Dotyczy to szczególnie tych podmiotów gospodarczych, których strukturę podmiotową kapitału charakteryzuje duże rozproszenie.

W literaturze przedmiotu oraz pośród praktyków gospodarczych funkcjonuje wiele określeń i interpretacji wartości przedsiębiorstwa stosowanych w procesach jego wyceny³. W tym zbiorze znajduje się m.in. wartość ekonomiczna (*economic value*), wartość w działaniu (*value in use*), wartość księgową (*book value*), wartość rynkowa czy rzeczywista wartość rynkowa (*market value, fair market value*), wartość inwestycyjna (*investment value*), wartość fundamentalna (*fundamental value*), wartość podatkowa (*tax value*), wartość odtworzeniowa (*replacement value*), likwidacyjna (*liquidation value*) i zastawna (*deposit value*).

¹ J. Child, D. Faulkner, S. Tallman, *Cooperative strategy. Managing alliances, networks and joint ventures*, Oxford University Press, Oxford 2005, 147–148.

² Zakres obowiązkowych ujawnień w przypadku polskich przedsiębiorstw regulują przede wszystkim: ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm. oraz ustawa z 15 września 2000 r. – *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 137 z późn. zm. Przywołać należy także w rozpatrywanym kontekście inne akty kształtujące zobowiązania podmiotów funkcjonujących w obrocie publicznym, jak ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539; ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538, a także rozporządzenie MF z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawanych za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim, DzU 2009, nr 33, poz. 259 z późn. zm.

³ Przywołuje je m.in. B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 22–23; M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2008, s. 29 czy w nieco innym układzie: E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004, s. 451 oraz M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 6–15.

Wśród różnorodnych definicji nie może zabraknąć jeszcze jednej, to jest wartości godziwej (*fair value*). Jako jedyna definicja (poza oczywiście wartością historyczną) została dookreślona na gruncie zasad rachunkowości finansowej⁴ i służy prezentacjom bilansowym. Jest to zatem kwota, za jaką dany składnik aktywów w ogóle, a więc także wartość instrumentów kapitałowych, mógłby zostać wymieniony, a zobowiązania uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi stronami. Takie brzmienie ma źródło w artykule 28 ustawy o rachunkowości⁵, a także w MSR 2 § 6, MSR 32 § 11, MSR 39 § 8, MSSF 1.

Celem wartości godziwej jest odzwierciedlenie aktualnych wartości majątkowych⁶, a nie tych, które zaistniały w przeszłości. Ważne jest to, aby uczestnicy rynku mieli pełny dostęp do informacji opisujących rzetelnie rzeczywistość. Tylko w ten sposób może nastąpić optymalna alokacja kapitału, skutkująca w szerszej skali trwałym wzrostem gospodarczym. Ale na to zagadnienie można też spojrzeć z drugiej strony. „Wprowadzenie wartości godziwej do kanonu wyceny radykalnie odmieniło cały system. [...] Rachunkowość sprzed i po wdrożeniu wartości godziwej to dwa odmienne byty. Stąd oczywiste jest pytanie, czy te zmiany to krok w dobrą stronę, czy nie tracimy więcej, niż zyskujemy, czy przyjęty kierunek przekształceń należy kontynuować⁷”.

Z definicji wartości godziwej wynika, że wartość jest przyjmowana na poziomie transakcji hipotetycznej. Jest ona w znacznym stopniu kategorią abstrakcyjną, idealną. Tym samym można by postawić hipotezę, że wartość godziwa stanowi sposób umożliwiający zarządzanie wartością aktywów poprzez ich wycenę. Co więcej, usprawiedliwia ona w wielu przypadkach odstępstwa od zasady ostrożnej wyceny. Zasada, że przyrost wartości kapitału własnego jest wyłącznie rezultatem rzeczywistych procesów finansowych – ujawnienia zysku z faktycznej sprzedaży lub zasileń właścicielskich kapitału własnego – przestaje obowiązywać. Zostaje

⁴ Niektóre inne definicje wartości, w tym przedsiębiorstwa, są wykorzystywane przez różne dziedziny prawa; wartość rzeczywista przywoływana jest w prawie o spółkach, wartość podatkowa w prawie podatkowym.

⁵ Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości....

⁶ Można doszukać się szerszej interpretacji pojęcia „godziwości ekonomicznej”, przykładowo w kontekście przepływu energii i wartości (zob. M. Dobija, *Wartość godziwa jako kryterium prawdy w teorii ekonomicznej*, w: W. Adamczyk (red.), *Dążenie do prawdy w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 146.

⁷ Z recenzji J. Gierusza pracy: A. Mazur, *Wartość godziwa. Potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011.

poszerzona o skutki transakcji, która nie musi mieć miejsca. Znaczenie tego nie może pozostać obojętne w kontekście kształtowania *stakeholders value* czy *shareholders value*⁸.

Wartość godziwa, w przeciwieństwie do historycznej ceny nabycia, odzwierciedla przyszłe korzyści ekonomiczne, jakie właściciel mógłby osiągnąć, gdyby doszło do transakcji. Stosując na dzień bilansowy wartość godziwą, jednostka antycypuje i ujawnia przyszłe korzyści, co siłą rzeczy wiąże się z dozą niepewności. Śmiałe przedsięwzięcia i plany kreują wartość jeszcze przed ich realizacją.

2. Metody wyceny wartości godziwej i ich uwarunkowania praktyczne

Potencjalny charakter transakcji kształtującej wartość godziwą przedsiębiorstwa, którego akcje bądź udziały znajdują się w portfelu inwestycji długoterminowych innego podmiotu, oznacza konieczność przeprowadzenia wyceny. Nie ma jednoznacznej formuły obowiązującej powszechnie w tym zakresie, jedynie dopuszczalne jest przyjęcie pewnej hierarchii metod stosowanych w rozważanym zakresie⁹. Następstwo podejść metodycznych wycen układa się następująco:

- cena rynkowa notowana na aktywnym rynku,
- cena rynkowa z ostatnio przeprowadzonych transakcji,
- ceny z transakcji rynkowych dotyczących podobnych pozycji,
- cenowe wyznaczniki branżowe oparte na notowaniach rynkowych,
- metody dochodowe,
- metody kosztowe.

Ustalenie wartości godziwej ma miejsce przy założeniu, co istotne, że wyceńniana spółka będzie kontynuowała działalność zarówno bez intencji i konieczności jej redukcji bądź likwidacji, jak i zawierania transakcji na niekorzystnych warunkach.

Pierwsze cztery z wymienionych podejść opierają się na bezpośrednim odwołaniu do rynku. Szacując wartość godziwą, należy w stopniu maksymalnym wykorzystać dane rynkowe, minimalizując subiektywizm kalkulacji. W przy-

⁸ Przytoczone stwierdzenie zachowuje prawdziwość niezależnie od orientacji systemów rachunkowości zorientowanych bądź to na interesy właścicieli kapitału, bądź na wierzycieli. Zob. B. Micherda, *Ustalanie wartości głównym posłaniem rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” nr 53, SKwP, Warszawa 2009, s. 145.

⁹ Hierarchia ta wynika ze wszystkich z zapisów MSR 39, 40 i 41 oraz MSSF 3.

padku pierwszych dwóch są to odwołania bezpośrednie – do instrumentów kapitałowych wycenianej spółki. W dwóch kolejnych przypadkach wycena opiera się na podejściu porównawczym. W praktyce oznacza to zastosowanie metod mnożnikowych lub specyficznych parametrów rynkowych monitorowanych w danym segmencie gospodarczym. Cena rynkowa notowana na aktywnym rynku to wynik zastosowania formuły:

$$V = q \times p$$

gdzie:

V – wartość przedsiębiorstwa,

q – ilość akcji/udziałów w kapitale własnym przedsiębiorstwa na dzień wyceny,

p – cena jednej akcji/udziału przedsiębiorstwa na dzień wyceny.

Przytoczono formułę najprostszą, pomijającą wpływ ewentualnego uprzywilejowania akcji i rozwodnienia kapitału własnego. Nawet w pełni zobiektywizowana rynkowo formuła może w sferze aplikacji napotkać wyzwania interpretacyjne odnośnie do „wyceny” sposobu uprzywilejowania akcji (innego aniżeli prawo do dywidendy) lub szacowania prawdopodobieństwa realizacji instrumentów zamiennych.

Cena rynkowa z ostatnio przeprowadzonych transakcji wyraża się przez tę samą formułę, z tym zastrzeżeniem, że cena jednej akcji/udziału dotyczy konkretnej, nieuśrednionej rozliczeniami w obrocie publicznym transakcji instrumentami wycenianego przedsiębiorstwa. Brak obiektywizacji statystycznej wymaga, by transakcja odbywała się w warunkach opisanych definicją wartości godziwej. Spełnienie tego wymogu nie zawsze jest możliwe z uwagi na takie czynniki, jak chociażby asymetria informacyjna, siła negocjacyjna lub inne. W grę wchodzi też czas, którego upływ i zmiana warunków działania mogą wywołać nieadekwatność transakcji. Tym więcej kryteriów musi zostać uwzględnione w przypadku oparcia wniosków na cenach z transakcji rynkowych dotyczących podobnych transakcji, których przedmiotem były inne przedsiębiorstwa. Kluczem w tym przypadku jest określenie „podobnych”. W przypadku przedsiębiorstw jest ono trudne do sprecy-

zowania. Podobieństwo może dotyczyć różnych charakterystyk przedsiębiorstwa. Jeżeli oznaczyć je jako „c”, to:

$$V = \frac{c}{c_0} \times V_0$$

Stosunek $\frac{c}{c_0}$ jest proporcją pomiędzy wartością wybranej charakterystyki wycenianego przedsiębiorstwa i wartością tej samej charakterystyki przedsiębiorstwa uznanego za podobne. V_0 to znana cena rynkowa za akcje/udziały przedsiębiorstwa uznanego za podobne do wycenianego. Często stosowaną charakterystyką jest dochód – wtedy mowa o mnożniku zysku. Dochód jest w swej istocie charakterystyką uniwersalną. Publikowane są też mnożniki wartości ewidencyjnej oraz salda środków pieniężnych (ujmowanych w sposób uproszczony jako suma zysku netto i amortyzacji w okresie). Można oczywiście stosować odmienne mnożniki, o ile wybrane charakterystyki lepiej oddają podobieństwo organizacji: zatrudnienie, liczba kanałów dystrybucji, powierzchnia gospodarcza, zatrudnienie czy jeszcze inne.

W przypadku wycen przedsiębiorstw parametry branżowe nie są w zasadzie stosowane, chyba że uznać za takowe mnożniki ważne dla transakcji w danej branży. Ten sposób wyceny wartości godziwej właściwy jest dla innego rodzaju aktywów.

W pewnym uproszczeniu można powiedzieć, że omówione powyżej podejścia metodyczne zmierzają do identyfikacji wartości rynkowej bądź rzeczywistej wartości rynkowej. Obie wartości są określane poprzez transakcję na otwartym rynku, przy założeniu racjonalnego działania stron, na bazie wystarczających informacji i bez jakiegokolwiek przymusu. Rynek, na którym ta wartość jest identyfikowana, musi być rynkiem aktywnym¹⁰. Aktywność rynku jest uwarunkowana tym, by:

- instrumenty w obrocie miały charakter jednorodny,
- w dowolnym momencie można na nim znaleźć sprzedających i kupujących,
- ceny były udostępniane do publicznej wiadomości.

¹⁰ Cechy rynku aktywnego podają m.in. MSR 36 i MSR 38. Rynek aktywny nie wyczerpuje warunków rynku efektywnego. Ten ostatni charakteryzować się powinien: brakiem kosztów transakcyjnych, powszechnym i bezkosztowym dostępem do informacji, consensusem w zakresie wpływu nowych informacji na wycenę instrumentów kapitałowych. Za E.F. Fama, *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*. „The Journal of Finance” May 1970, Vol. 25, Iss. 2, s. 383.

Koncepcja wartości godziwej odwołuje się do parametrów instrumentów notowanych w ramach efektywnego rynku, nawet wtedy, gdy w danym momencie taki nie funkcjonuje. Wycena wartości godziwej powinna zapewnić rozsądne odzwierciedlenie wyceny rynkowej oraz uwzględnienie danych wejściowych reprezentujących w sposób rozsądny oczekiwania rynkowe oraz miary ryzyka i stopy zwrotu¹¹.

Poza warunkami definiującymi aktywny rynek warto przypomnieć konieczność występowania symetrii informacji pomiędzy stronami hipotetycznej transakcji. Wobec tak postawionych kryteriów grupa przedsiębiorstw, których akcje lub udziały mogą być prezentowane w bilansach innych podmiotów według wartości godziwej, jest radykalnie ograniczona. Obejmuje przedsiębiorstwa notowane w obrocie publicznym w zasadzie bezdyskusyjnie¹² oraz przedsiębiorstwa podobne do przedsiębiorstw notowanych w obrocie publicznym, z całym bagażem dylematów znaczeniowych warunku podobieństwa. Wyzwania interpretacyjne pogłębiają czynniki ograniczające efektywność rynku kapitałowego o charakterze psychologicznym i niektóre anomalie tego rynku¹³. Rynek jednak nie może być traktowany jak waga mierząca precyzyjnie i obiektywnie wartość walorów z uwzględnieniem ich specyfiki. Jest to raczej maszyna do głosowania rejestrująca decyzje inwestorów sformułowane racjonalnie lub, całkiem często, emocjonalnie¹⁴.

Co jednak robić w przypadku przedsiębiorstw, których udziały lub akcje nie są notowane w obrocie publicznym, zaś podobieństwo do podmiotów notowanych jest niemiernodajne? Pozostaje sięgnąć do metod dochodowych jako następnych w hierarchii przydatności. Jako najbardziej miarodajny model wartości przedsiębiorstwa wskazuje się w tym przypadku formułę zdyskontowanych przyszłych

¹¹ Zob. A. Świerczyńska, *Wartość godziwa a wycena instrumentów finansowych w czasach kryzysu finansowego*, w: W. Gabrusiewicz (red.), *Rachunkowość i audyt w warunkach kryzysu finansowego*, ZPW M-DRUK, Poznań 2009, s. 145.

¹² Z reguły efektywność informacyjna rynków instrumentów kapitałowych ogranicza się do rynku giełdowego. Ten bowiem charakteryzuje się występowaniem znacznej liczby podmiotów profesjonalnych, homogenicznością produktów, standardami i regulacjami oraz losowym napływem nowych wiadomości. Za A. Szyszka, *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003, s. 17–18.

¹³ Szerzej o ograniczeniach efektywności rynku w: A. Szyszka, *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2007, s. 45–116.

¹⁴ Za B. Graham, D.L. Dodd. *Security Analysis*, McGraw-Hill, New York 2009, s. 70.

strumieni pieniężnych netto (DCF – *Discounted Cash Flow*). Jest to też jedna z najczęściej stosowanych metod analizy fundamentalnej. Zawiera się w formule:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t}$$

lub, uwzględniając wartość pozostającą po okresie prognozy (Residual Value – RV) o n okresach:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t} + \frac{RV}{(1+d)^n}$$

gdzie d oznacza dyskonto aktualizujące wartość strumieni pieniężnych w czasie. O ile wartość rezydualna wynika z działalności wycenianego podmiotu po okresie prognozy, zapis przybiera postać uwzględniającą oczekiwaną stopę wzrostu przepływów:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+d)^t} + \frac{CF_{n+1}}{(d-g)(1+d)^n}$$

Pierwsza z formuł pokrywa się w zasadzie z wartością ekonomiczną, druga bliższa jest wartości przedsiębiorstwa w działaniu.

W praktyce wycen dyskonto najczęściej odwołuje się do kosztu kapitału¹⁵. Jest to średnioważony koszt kapitału lub koszt kapitału własnego. Pierwszy z przypadków stosuje się przy istotnym lewarowaniu się wycenianego przedsiębiorstwa zwrótnym kapitałem oprocentowanym. W tym przypadku kalkulacja wolnych strumieni pieniężnych uwzględnia dochód netto na poziomie zysku operacyjnego skorygowanego właściwą stawką podatku dochodowego (NOPAT – *net operating profit after taxes*). Dyskonto odpowiadające oczekiwanej stopie zwrotu z kapitału własnego stosowane jest w warunkach słabego wykorzystywania przez przedsiębiorstwo dźwigni finansowej, a kalkulacja wolnych strumieni pieniężnych wartość zysku netto.

¹⁵ Potwierdzeniem tego mogą być praktyki testów na utratę wartości realizowane przez uznane firmy consultingowe czy wytyczne do wycen prywatyzowanych przedsiębiorstw formułowane przez MSP.

Koszt kapitału, tak własnego, jak obcego, uwzględnia premię za ryzyko. Jest ona zazwyczaj określana jako różnica pomiędzy stopą zwrotu z inwestycji kapitałowych i inwestycji w instrumenty wolne od ryzyka¹⁶ (a lepiej „bezpieczne”, nie jest bowiem realne bezwzględne pozbawienie uwarunkowań ryzyka jakichkolwiek inwestycji). Tak więc wartość godziwa w sposób bezpośredni (poprzez szacunek uczestników rynku) lub w sposób pośredni (poprzez aktualizację prognozowanych strumieni pieniężnych) uwzględnia ryzyko. Spotyka się poglądy, że raportowanie wartości godziwej wpływa w konsekwencji na ograniczenie spekulatywności i bardziej rozsądne zarządzanie aktywami¹⁷. Powiązać można z tym kontekstem pojęcie „sprawozdawczości społecznej” i „przedsiębiorstwa społecznego”¹⁸, które oddają narastające znaczenie odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw. Model Gordona jest daleko prostszy. Pomija korzyści stakeholdera ujawniające się na rynku kapitałowym, koncentrując się na wypłatach w formie gotówkowej. Przede wszystkim jednak pomija dynamikę przepływów pieniężnych, dlatego jego zastosowanie w praktyce jest raczej rzadkie, a wręcz pomijalne.

3. Wartość godziwa a wartość wewnętrzna

Aby szerzej naświetlić omawiany problem, należy wprowadzić do katalogu pojęć jeszcze jedną definicję, tj. definicję wartości wewnętrznej. Jest ona równoznaczna z wartością fundamentalną (opartą na rzetelnej analizie fundamentalnej spółki). To wartość kapitału własnego danej spółki przy założeniu, że podmiot wyceniający jest posiadaczem wszystkich informacji o przedmiocie wyceny, a właściwe dla identyfikacji wartości wewnętrznej jest również podejście dochodowe. Można powiedzieć, że wartość wewnętrzna jest niezależna od inwestorskiego punktu widzenia czy bieżących uwarunkowań rynku kapitałowego. Wynika z immanentnej zdolności organizacji do generowania dochodów. Genezy pojęcia

¹⁶ Takie ujęcie można spotkać m.in. w: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 97; D.G. Luenerger, *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 230; J.J. Siegel, *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, McGraw-Hill, New York 2002, s. 17.

¹⁷ H. Zhang, *Effect of Derivative Accounting Rules on Corporate Risk – Management Behavior*, „Journal of Accounting and Economics” 2009, No. 47, s. 244–264.

¹⁸ Zob. A. Kamela-Sowińska, *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, w: *Problemy współczesnej rachunkowości*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

wartości fundamentalnej upatruje się w analizie fundamentalnej. Znajomość uwarunkowań kształtowania wartości wewnętrznej i godziwej jest niezwykle istotna w procesach inwestycji kapitałowych, negocjacji lub identyfikacji ryzyka podejmowanych transakcji.

Wartość wewnętrzna nie musi pokrywać się z wartością godziwą, zwłaszcza gdy ta ostatnia jest oparta na wartościach rynkowych. Warto zauważyć, że wartość wewnętrzna w danym momencie czasowym może być wartością zróżnicowaną, w zależności od stanu wiedzy lub umiejętności szacowania ryzyka. Wartość godziwa w danym momencie czasowym powinna być stała dla wszystkich zainteresowanych stron – przynajmniej teoretycznie. Charakteryzuje ją jednak podatność na wahania koniunkturalne, często sprzeczne z wnioskami wynikającymi z analizy fundamentalnej. Można też wskazać na czynniki sprawiające, że cena realizowana w procesie transakcji rynkowych może odbiegać od wartości wewnętrznej. Podstawowym czynnikiem jest efekt synergii pomiędzy podmiotem nabywającym i przedmiotem transakcji. Skala tego efektu bywa określana mianem premii akwizycyjnej i odwołuje się do pojęcia użytego wcześniej – wartości inwestycyjnej¹⁹.

Nie można też zakładać, że nabywcy stanowią jednorodną zbiorowość. Problem wykracza poza branżowe interesy inwestorów i w większości przypadków koncentruje się wokół sposobu zaspokajania się inwestora. Inwestor długoterminowy jest ukierunkowany na wypłatę dywidendy w średnim i długim okresie. Inwestor krótkoterminowy, spekulacyjny, będzie poszukiwał korzyści w perspektywie krótkookresowej. Ten pierwszy poszukuje wartości wewnętrznej, wynikającej z analizy fundamentalnej, ten drugi wartości rynkowej, realizowanej w krótkim okresie, wynikającej w dużej mierze z analizy technicznej²⁰.

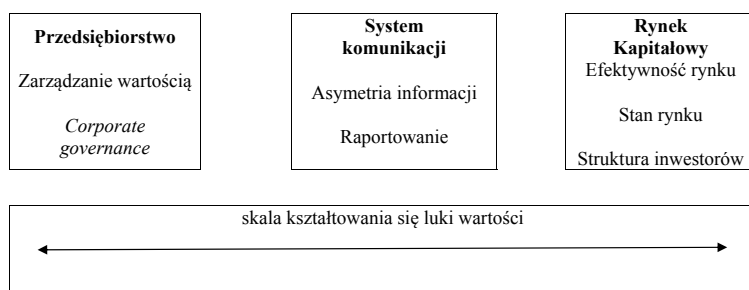
Jeżeli wartość godziwa służąca prezentacjom bilansowym i polityce informacyjnej jest sporządzana z zastosowaniem podejścia dochodowego, to wartość wewnętrzna powinna być tożsama z wartością godziwą. Przypomnieć w tym miejscu można, że definicja wartości godziwej zakłada nie tylko brak asymetrii informacyjnej pomiędzy stronami hipotetycznej transakcji, lecz także to, że obie strony są dobrze poinformowane. Zmienność warunków działania przedsiębiorstw,

¹⁹ Wartość inwestycyjna jest wartością wewnętrzną skorygowaną o potencjalną zdolność do kreowania dochodu uzależnionej od możliwości nabywcy. Taki punkt widzenia można znaleźć w: *Strategor: Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1999, s. 232.

²⁰ Zob. m.in. W. Skoczylas, *Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa*, w: M. Hamrola (red.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, KAFiS AE, Poznań 2005, s. 305–306.

a w dużej mierze niepewność towarzysząca podejmowaniu przez przedsiębiorstwa decyzji strategicznych, sprawia, że kryterium „dobrego poinformowania” staje się trudne do sprecyzowania. Zawsze także pozostaje otwarta kwestia podejścia do ryzyka agenta i pryncypała, a szerzej, konfliktu celów pomiędzy agentem i pryncypałem²¹. Niezależnie od tego, wartość godziwa jest wartością ustalaną przez podmiot sporządzający sprawozdanie finansowe na dzień dokonywania wyceny. Jako taka, może być w nieunikniony sposób obciążona pewną dozą subiektywizmu. Jego stopień będzie się różnił w zależności od zastosowanej szczegółowej techniki, dostępnych danych i umiejętności ich interpretacji, skłonności/niechęci do ryzyka czy innych jeszcze uwarunkowań.

Różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, która jest możliwa do osiągnięcia, gdyby dążyło ono do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a jego bieżącą wartością rynkową, nosi miano luki wartości. Przestrzeń jej kształtowania – zarówno dodatniej, jak i ujemnej – można wiązać z trzema segmentami: wewnątrz przedsiębiorstwa, na rynku kapitałowym oraz na styku przedsiębiorstwa i otoczenia rynkowego w procesie komunikacji. Ilustrację tej konstatacji stanowi poniższy rysunek:



Rysunek1. Przestrzeń uwarunkowań luki wartości

Źródło: opracowanie własne.

Pomiędzy wartością wewnętrzną i wartością godziwą występuje jeszcze jedna zależność, której wskazanie uznaje się za konieczne. Jeżeli wartość godziwa zostanie ustalona na poziomie rynkowym (a taka hierarchia jest uzasadniona),

²¹ Relacje agenta i pryncypała stają się szczególnie wrażliwe, gdy „nagrody mogą sięgać granic kradzieży”. Za J.K. Galbraith, *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*, MTBiznes, Warszawa 2005, s. 47.

a wartość wewnętrzna jest wyższa, tym samym emituje się sygnał „kupuj” dla potencjalnych inwestorów. I odwrotnie, kiedy wartość wewnętrzna jest niższa od ceny rynkowej, akcje/udziały wycenianego podmiotu są przewartościowane, co oznacza impuls sprzedażowy. Wykres wartości rynkowej i wartości wewnętrznej, nałożone na siebie, mogą więc przypominać dwie sinusoidy przesunięte względem osi poziomej czasu, podczas gdy oś pionowa wyznacza wartość akcji/udziałów²².

Występuje też szereg uwarunkowań, które wpływają na cenę przedsiębiorstwa, zaś są neutralne dla wartości godziwej. W tym zakresie można wymienić premię za płynność (lub dyskonto za jej brak), premię/dyskonto za pakiet większościowy/mniejszościowy udziałów.

Ostatnie w hierarchii podejść do oszacowania wartości godziwej jest podejście kosztowe. Oznacza ujęcie w prezentacjach bilansowych wartości historycznej nabycia instrumentów kapitałowych lub wycenę przedsiębiorstwa metodami majątkowymi. Ten ostatni wariant jest potencjalnie właściwy w tym przypadku, gdy rentowność przedsiębiorstwa kształtuje się poniżej oczekiwanych stóp zwrotu. Skrajnym przypadkiem jest rentowność ujemna. Zastosowanie podejścia kosztowego oznacza, że wartość przedsiębiorstwa uprzedmiotowiona jest nie w jego zdolności do generowania nadwyżek pieniężnych, ale w wartości majątku i strukturze źródeł jego finansowania.

Co ciekawe, zgodnie z art. 266 § 3 kodeksu spółek²³ udziały dla potrzeb przymusowego wyłączenia wspólnika powinny być wycenione na podstawie ich rzeczywistej wartości w dniu doręczenia pozwu. Na tle licznych interpretacji wartości, jako takiej, wartość rzeczywista powinna być ustalona na podstawie danych z bilansu spółki przy uwzględnieniu wartości zbywczej majątku, tj. ceny sprzedaży lub ceny rynkowej tego majątku²⁴, co oznacza zastosowanie podejścia majątkowego. Oznacza to jednocześnie, że wyłączany wspólnik jest uznawany potencjalnie w kapitale spółki według wartości odmiennej, od wartości raportowanej w sprawozdawczości tejże spółki.

²² Spotyka się jeszcze dalej idące koncepcje, jak teoria impulsu, zgodnie z którą cena rynkowa oscyluje przy zmniejszającej się amplitudzie wokół wartości wewnętrznej. Zob. T. Jaworski, *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1999, s. 146.

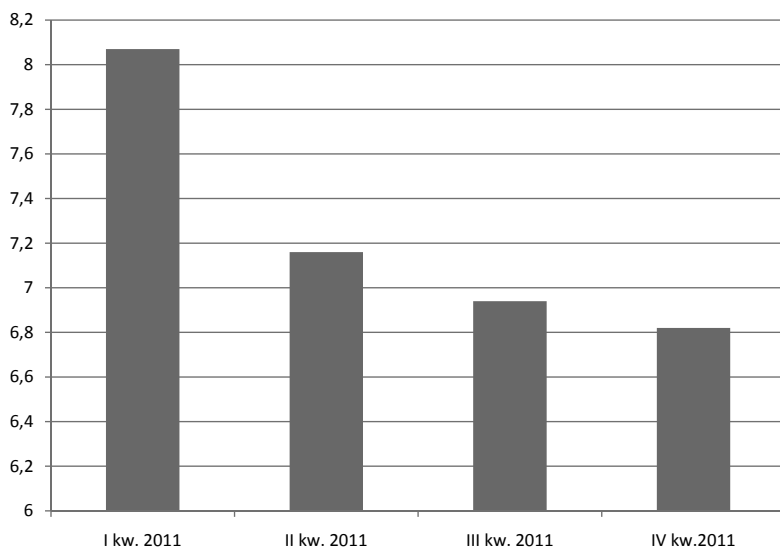
²³ Ustawa z 15 września 2000 r. – *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037.

²⁴ Wykładni pojęcia „wartość rzeczywista” dokonał Sąd Najwyższy w wyroku z 16 stycznia 2002 r., IV KKN 610/00 (niepublikowany).

4. Konsekwencje zastosowania wartości godziwej w prezentacji bilansowej inwestycji długoterminowych w świetle analizy przypadków

Aby lepiej zilustrować działanie mechanizmu prezentacji wartości godziwej instrumentów kapitałowych w bilansach przedsiębiorstw, z jego niektórymi dysfunkcjonalnościami, posłużono się przykładami praktycznymi. Do prezentacji wybrano trzy podmioty, których kapitał odzwierciedlano w każdym przypadku w inwestycjach długoterminowych w bilansach podmiotu dominującego. Rozpatrywane dane finansowe dotyczą roku 2011. Wyraźnie podkreśla się, że dane te nie pretendują do całościowego odzwierciedlenia sytuacji badanych spółek czy polityki bilansowej grupy, ale zostały dobrane względem zamysłu prezentacyjnego.

Dla uporządkowania grupy podmiotów dla celów prezentacyjnych, niech poszczególne podmioty zależne oznaczone zostaną literami A, B i C, przy czym spółka A to podmiot, którego akcje są notowane w obrocie publicznym. Kapitalizacja na początek 2011 roku podniosła wartość godziwą w stosunku do wartości księgowej kapitału własnego spółki o ponad 75%. Zmiany jej kursu w kolejnych podokresach zostały ukazane poniżej w formie graficznej.



Rysunek 2. Zmiany kursu spółki A w okresie dwunastu miesięcy (I kw. 2011 – I kw. 2012)

Źródło: www.bankier.pl (28.02.2012).

Nie sposób nie zauważyć bardzo wysokiej dynamiki kursu. Kurs maksymalny był większy od poziomu minimalnego odnotowanego w uwzględnionym okresie o ponad 1/3. Monitoring i odnotowywanie rynkowej wartości godziwej może być w przypadku spółek notowanych w obrocie publicznym dokonywany praktycznie w czasie rzeczywistym, ale zmiany kursu nie znajdowały się w zbieżności ze zmianami danych fundamentalnych. Spółka realizowała działalność gospodarczą z wynikiem dodatnim i dodatnią dynamiką jego parametrów, i co istotne, praktycznie zgodnie z założonym planem finansowym i zamierzeniami opublikowanymi zgodnie z obowiązującymi procedurami. Spółka prowadziła reprodukcję rozszerzoną, a perspektywy branży nie ulegały pogorszeniu w stopniu uzasadniającym spadek kursu i tym samym szacunków wartości godziwej.

Odmierna sytuacja miała miejsce w przypadku podmiotów B i C. Jak zostało powiedziane, instrumenty kapitałowe spółek nie były notowane w obrocie. Uniemożliwiało to więc w pełni rynkowe zidentyfikowanie wartości godziwej. Analiza notowań na polskim rynku kapitałowym nie dostarczyła odniesień do instrumentów, względem których możliwe byłoby miarodajne pozycjonowanie wartości obu spółek metodami mnożnikowymi (porównawczymi). Brak porównywalności zidentyfikowano według kryterium branżowego oraz wielkości podmiotów i dywersyfikacji ich oferty rynkowej. Stosując wytyczne wynikające z interpretacji zapisów MSR 32, w konsekwencji za właściwe uznano zastosowanie podejścia dochodowego uprzedmiotowionego we wskazywanej powszechnie metodzie zdyskontowanych prognozowanych strumieni pieniężnych netto. Na tej samej podstawie oraz na gruncie przeprowadzonej analizy za spełnione uznano założenie, że spółki B i C będą kontynuowały działalność bez jakiegokolwiek zamiaru likwidacji działalności, istotnego jej ograniczenia co do skali lub zawierania transakcji na niekorzystnych warunkach. Wartość wolnych środków pieniężnych w prognozowanym okresie pięcioletnim oraz ich aktualizacja została zestawiona w tabeli 1 dla spółki B.

Tabela 1

Prognoza i aktualizacja wartości
prognozowanych strumieni pieniężnych netto spółki B (tys. zł)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo zmian środków pieniężnych netto	1 225,0	615,0	795,0	3065,0	3780,0
Wartość zaktualizowana zmiany stanu środków pieniężnych	1 107,9	486,5	550,0	1854,6	2000,5
Wartość rezydualna zaktualizowana	13 954,3				
Wartość zaktualizowanych strumieni pieniężnych i wartości rezydualnej łącznie	19 953,8				
Wartość wolnych środków na początek okresu	335,0				
Aktywa pozaoperacyjne	–				
Razem	20 288,8				

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki B.

Sposób aktualizacji i założenia dyskonta przedstawiono poniżej.

Stopa inwestycji wolnych od ryzyka (rentowność obligacji pięcioletnich odpowiadających okresem zaangażowania kapitału okresowi prognozy)	5,77%	to jest ponad inflację	3,09%
Stopa zwrotu w gospodarce (średnia arytmetyczna rentowności uzyskanej przez uniwersalne fundusze akcji rynku polskiego bez prowizji i podatku z inwestycji kapitałowych w okresie rocznym poprzedzającym wycenę)	12,53%	to jest ponad inflację	9,68%
Bazowa premia za ryzyko			6,59%
Przyjęto sektorową wielkość za Damodaran Online „Betas by Sector” według stanu aktualizacji ze stycznia 2011			1,59
Premia za ryzyko specyficzne (według uzasadnienia wynikającego z analizy pozycji strategicznej spółki oraz specyficznych czynników ryzyka)			0,77%
Stopa dyskonta			14,34%

Tabela 2

Prognoza i aktualizacja wartości
prognozowanych strumieni pieniężnych netto spółki C (tys. zł)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo zmian środków pieniężnych netto	1620,0	395,0	250,0	205,0	430,0
Wartość zaktualizowana zmiany stanu środków pieniężnych	1453,9	306,9	168,2	119,4	216,8
Wartość rezydualna zaktualizowana	7408,1				
Wartość zaktualizowanych strumieni pieniężnych i wartości rezydualnej łącznie	8862,1				
Wartość wolnych środków na początek okresu	0,0				
Aktywa pozaoperacyjne	420,0				
Razem	9282,1				

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółki C.

I analogicznie, jak powyżej, dla spółki C przyjęto:

Stopa inwestycji wolnych od ryzyka (rentowność obligacji pięcioletnich odpowiadających okresem zaangażowania kapitału okresowi prognozy)	5,77%	to jest ponad inflację	3,09%
Stopa zwrotu w gospodarce (średnia arytmetyczna rentowności uzyskanej przez uniwersalne fundusze akcji rynku polskiego bez prowizji i podatku z inwestycji kapitałowych w okresie rocznym poprzedzającym wycenę)	12,53%	to jest ponad inflację	9,68%
Bazowa premia za ryzyko			6,59%
Przyjęto sektorową wielkość za Damodaran Online „Betas by Sector” według stanu aktualizacji ze stycznia 2011			1,65
Premia za ryzyko specyficzne (według uzasadnienia wynikającego z analizy pozycji strategicznej spółki oraz specyficznych czynników ryzyka)			1,55%
Stopa dyskonta			15,51%

W przypadku spółki A wycena godziwa przyniosła wynik około dwu i pół razy większy niż wartość ewidencyjna kapitału własnego. W przypadku spółki B wzrost wartości godziwej ponad wartość ewidencyjną był zaledwie na poziomie 5%. Uzasadnienie tego wyniku z analizy spółek i zastosowanych parametrów oceny ryzyka. Nie ma przesłanek, by sądzić, że te ustalenia nie charakteryzowała pełna rzetelność, ale w części były to ustalenia o charakterze jakościowym, a więc ocennym²⁵. Nie sposób też pominąć faktu, że wartość godziwą spółek B i C w znacznej mierze kształtuje wartość rezydualna. Nasuwa się tu skojarzenie z powszechnie przyjmowanym poglądem, że rynek publiczny antycypuje zmiany koniunkturalne. Rzadko jednak okres, w jakim rynek dyskontuje oczekiwane wydarzenia, przekracza perspektywę 12 miesięcy (częściej mówi się o dwóch kwartałach). W przypadku przywołanych wycen wartość godziwą determinują praktycznie wydarzenia, których oczekiwać można po okresie pięcioletniej prognozy.

Interesariusze każdego przedsiębiorstwa stoją przed wyzwaniem asymetrii informacyjnej, w której menedżment firmy stoi na pozycji uprzywilejowanej. Asymetria ta zmniejsza transparentność działań kadry kierowniczej i całej firmy. W konsekwencji zwiększa czynnik ryzyka i przekłada się na zachowania, chociażby w zakresie wyceny oczekiwanej stopy zwrotu.

Wartość godziwa w raportowaniu spółek prezentujących w swych bilansach aktywa w formie instrumentów rynku kapitałowego otwiera często zupełnie nową jakość, prowadząc do daleko idących różnic pomiędzy wartością historyczną. Samo narzędzie ze swej istoty nie jest nigdy dobre lub złe. Te cechy przypisać można zastosowaniom. W ślad za wprowadzeniem nowego narzędzia prezentacji powinien podążać rozwój technik zamykania luk komunikacyjnych. Jako konieczne w rozpatrywanym kontekście uznaje się:

- opracowywanie procedur kontrolnych wartości przyjmowanych w bilansach; często poprawność formalno-rachunkowa nie jest dostateczną przesłanką miarodajności prezentacji;

²⁵ Wszelkie zjawiska pozytywne i negatywne, które można by zaliczyć do zbioru przykładów „kreatywnej rachunkowości”, są w swej istocie reakcją na niedostateczną precyzję norm, czyli brak możliwości określenia tego, co i jak mierzyć, w przypadkach gdy proces ten zależy od indywidualnych lub zespołowych decyzji opartych na oszacowaniu. W obszarze unormowań rachunkowości nie istnieją wyłącznie bezdyskusyjne kryteria pomiaru (za S. Surdykowski, M. Kutera, A. Hołda, *Oszustwa księgowe. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2006, s. 30). Z drugiej strony należy mieć świadomość, że określenie „kreatywna rachunkowość” nie musi mieć wydźwięku wyłącznie pejoratywnego. Może generować zgodne z prawem, korzystne dla odbiorców informacji rozwiązania.

- opracowanie procedur komunikacyjnych o metodach zastosowanych do określania wartości godziwej inwestycji długoterminowych i głównych czynnikach wrażliwości tej wyceny;
- dopełnianie i konkretyzacja katalogu przesłanek zobowiązujących zarządy do przeprowadzania testu na utratę wartości.

Umożliwi to właściwe odczytanie informacji przez otoczenie i zwiększy zaufanie interesariuszy. Obok korzyści dla tych ostatnich działania te należy uznać także za zasadne z punktu widzenia dobrze pojętego interesu przedsiębiorstwa, a to poprzez utrwalenie reputacji i obniżenie kosztów dostępu do kapitału.

Literatura

- Child J., Faulkner D., Tallman S., *Cooperative strategy. Managing alliances, networks and joint ventures*, Oxford University Press, Oxford 2005.
- Dobja M., *Wartość godziwa jako kryterium prawdy w teorii ekonomicznej*, w: W. Adamczyk (red.), *Dążenie do prawdy w naukach ekonomicznych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN Warszawa 2001.
- Fama E.F., *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance” May 1970, Vol. 25, Iss. 2.
- Galbraith J.K., *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*. MTBiznes, Warszawa 2005.
- Graham B., Dodd D.L., *Security Analysis*, McGraw-Hill, New York 2009.
- Helfert E.A., *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa 2004.
- Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 1999.
- Kamela-Sowińska A., *Sprawozdawczość społeczna. Czy to jeszcze rachunkowość?*, w: *Problemy współczesnej rachunkowości*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
- Kutera M., Hołda A., *Oszustwa księgowo. Teoria i praktyka*, Difin, Warszawa 2006.
- Luenerger D.G., *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Mazur A., *Wartość godziwa. Potencjał informacyjny*, Difin, Warszawa 2011.
- Michalski M., *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press, Warszawa 2001.

- Micherda B., *Ustalanie wartości głównym postaniem rachunkowości*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” nr 53, SKwP, Warszawa 2009.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości. Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych*, IASC 1999, s. 56.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2008.
- Romanowska M., *Kształtowanie wartości firmy w oparciu o kapitał intelektualny*, w: R. Borowiecki, M. Romanowska (red.), *System informacji strategicznej. Wywiad gospodarczy a konkurencyjność przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001.
- Rozporządzenie MF z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawanych za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim, DzU 2009, nr 33, poz. 259 z późn. zm.
- Siegel J.J., *Stocks for the Long Run. The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*, McGraw-Hill, New York 2002.
- Skoczylas W., *Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa*, w: M. Hamrola (red.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, KAFiS AE, Poznań 2005.
- Strategor: *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1999.
- Świerczyńska A., *Wartość godziwa a wycena instrumentów finansowych w czasach kryzysu finansowego*, w: W. Gabrusiewicz (red.), *Rachunkowość i audyt w warunkach kryzysu finansowego*, ZPW M-DRUK, Poznań 2009.
- Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2007.
- Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003.
- Ustawa z 15 września 2000 r. – *Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 137 z późn. zm.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005, nr 183, poz. 1538.
- Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości, DzU 2009, nr 152, poz. 1223 z późn. zm.
- Zhang H., *Effect of Derivative Accounting Rules on Corporate Risk – Management Behavior*, „Journal of Accounting and Economics” 2009, No. 47.

**THE VALUATION OF CHOSEN LONG-TERM INVESTMENTS
IN THE SHAREHOLDRE VALUE MANAGEMENT PROCESS**

Summary

The contemporary organizations use the modular and networked structures more frequently. It sets up the number of specific problems rising. Assets value growth in form of long term investments is one of them. This article discusses the valuation methods of chosen assets in connection with fair value meaning and the consequences in shareholder value management processes.

Keywords: shareholder value management, long-term investments, fair value

Translated by Paweł Kosiń