

Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw

Piotr Szymański*

Streszczenie: *Cel* – Identyfikacja problemów definicyjnych związanych z różnymi rodzajami wartości wykorzystywanymi w wycenie przedsiębiorstw.

Metodologia badania – Badania dokumentów, studia literaturowe.

Oryginalność/wartość – W artykule zwrócono uwagę na problem standardów wartości wykorzystywanych w wycenie przedsiębiorstw. Wiele standardów wyceny przedsiębiorstw z krajów anglosaskich wskazuje, że wybór standardu wartości jest jednym z krytycznych etapów procesu wyceny. W związku z tym, że w polskiej praktyce wyceny przedsiębiorstw problem ten nie jest dostrzegany, artykuł przybliży tą tematykę poprzez analizę podstawowych definicji z tego zakresu i wskazując na ich historyczne uwarunkowania.

Słowa kluczowe: standardy wartości, standardy wyceny przedsiębiorstw, wycena

Wprowadzenie

Kwestia wyboru odpowiedniego standardu wartości w oparciu o przyjęty cel wyceny to wg standardów wyceny przedsiębiorstw (*business valuation standards*) jeden z kluczowych elementów procesu wyceny (Szymański 2011b). Potwierdza to opinia *College of Fellows of American Society of Appraisers* wskazująca, że konieczność identyfikacji i zdefiniowania stosowanego standardu wartości jest krytyczną, najistotniejszą częścią raportu z wyceny (*Defining Standards...* 1989). Polska praktyka wskazuje, że kwestia standardów wartości nie jest zauważalna w raportach z wycen przedsiębiorstw, co znajduje odzwierciedlenie w badaniach przeprowadzonych zarówno przez Zarzeckiego, jak też badań przeprowadzonych przez autora (Zarzecki 1999; Szymański 2011a). Także w wielu publikacjach krajowych poświęconych wycenie przedsiębiorstw ten problem nie jest dostrzegany¹. Stąd też celem artykułu jest przybliżenie problemów definicyjnych związanych z różnymi rodzajami wartości wykorzystywanymi w wycenie przedsiębiorstw. Dla realizacji powyższego celu przedstawiona zostanie percepcja wartości przez poszczególne standardy wyceny przedsiębiorstw, następnie wskazany zostanie historyczny kontekst poszczególnych rodzajów wartości oraz podstawowe założenie wartości, dzięki któremu możemy lepiej rozumieć różnice między standardami wartości.

* dr Piotr Szymański, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, ul. Komandorska 118/120, 53-345 Wrocław, e-mail: piotr.szymanski.ue@gmail.com.

¹ Problematyka ta była podejmowana m.in. w pracach: Zarzecki (2002), Zarzecki, Grudziński (2011).

1. Standardy wartości wykorzystywane w standardach wyceny przedsiębiorstw

W wielu krajach od wielu lat a w Polsce od niedawna istnieją standardy wyceny przedsiębiorstw, które wykorzystywane są w praktyce gospodarczej. Standardy te to ogólne modele rzeczywistości, zawierające w sobie zarówno elementy ekonomii pozytywnej opisujące, co jest istotne dla rynków przy ocenie wartości jak i ekonomii normatywnej wskazujące na czynności, jakich powinniśmy dokonać, aby określić wartość. Standardy wyceny odpowiadają na szereg pytań istotnych dla praktyki gospodarczej. Od czego zależy wartość przedsięwzięcia inwestycyjnego (a szerzej przedsiębiorstwa, części wkladów właścicieli)? Jakiego kroki należy podjąć, aby określić wartość? Standardy wyceny wskazują na zależności między celami wyceny, standardami wartości i metodami wyceny. Określają konieczne obszary analizy, które umożliwią identyfikację kluczowych czynników wartości, zwracając również uwagę na problem konfliktu interesów w procesie wyceny.

Jak wspomniano powyżej, jednym z kluczowych elementów procesu wyceny opisywanym przez standardy wyceny są standardy wartości. W związku z tym, że pojęcie wartości wykorzystywane jest w różnych dyscyplinach naukowych, a w naukach ekonomicznych także rozpatrywane jest z punktu widzenia różnych kryteriów, to konieczne jest sprecyzowanie jak rozumiane jest to pojęcie z punktu widzenia wyceny przedsiębiorstw. Standardy wartości definiują pojęcie wartości dla potrzeb wyceny przedsiębiorstw przy określonych założeniach. Według słownika terminów uzgodnionego przez organizacje północnoamerykańskie American Institute of Certified Public Accountants, American Society of Appraisers, National Association of Certified Valuation Analysts, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators oraz The Institute of Business Appraisers, które opracowały własne standardy wyceny przedsiębiorstw, standardy wartości definiowane są jako identyfikacja typu wartości, który jest wykorzystywany w specyficznym, określonym zadaniu, potrzebie (<https://cicbv...>). Standardy wartości są jednym z elementów porządkujących proces wyceny. Są łącznikiem pomiędzy celem wyceny a metodami wyceny nadając tej konstrukcji logiczną całość. Problem standardów wartości jest artykułowany m.in. w takich standardach wyceny przedsiębiorstw jak:

- ASA Business Valuation Standards opracowany przez American Society of Appraisers w 1992 roku, uaktualniony w 2009 roku,
- *Business Appraisal Standards* z października 2001 roku opracowany przez The Institute of Business Appraisers,
- *Statement on Standards for Valuation Services* z czerwca 2007 roku opracowany przez American Institute of Certified Public Accountants,
- *NACVA Professional Standards* z maja 2002 roku opracowany przez National Association of Certified Valuation Analysts,
- *Business Valuation Standards* z listopada 2005 roku opracowany przez The Hong Kong Business Valuation Forum,

- *Standard no 110* z czerwca 2007 roku opracowany przez The Canadian Institute of Chartered Business Valuators,
- *International Valuation Standards* z lipca 2007 roku opracowany przez International Valuation Standards Council,
- Nota Interpretacyjna NI 5, Wycena przedsiębiorstw z 2011 roku opracowana przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

Pierwszy z wymienionych standardów nakazuje, aby w procesie wyceny ekspert rozważył, jaki standard wartości ma zastosowanie (*ASA... 2009: 14*), a następnie przytoczył jego definicję (*ASA... 2009: 18*). Podobnie w kolejnym standardzie *Business Appraisal Standards* wyceny wymagane jest określenie celu funkcji, jaką ma pełnić wycena i związanego z tym wykorzystywanego standardu wartości. W *International Valuation Guidance Note 6* wskazuje się na konieczność definiowania wykorzystywanej w wycenie definicji wartości (*International... 2003: 281*). Nowozelandzki standard wyceny wskazuje na konieczność rozważenia, jaki standard wartości będzie odpowiedni (*Independent...2003: 910*). Na konieczność zdefiniowania wartości wskazuje również standard kanadyjski (*Standard no 110... 2009: 3*).

W odróżnieniu od powyższych standardów wyceny problem standardów wartości nie jest widoczny m.in. w australijskim i niemieckim standardzie wyceny biznesowej:

- *Valuation Services* z lipca 2008 roku opracowany przez Accounting Professional and Ethical Standards Board oraz
- *IDW Standard: Principles for the Performance of Business Valuations* (IDW S1) z 2008 roku opracowany przez Institut der Wirtschaftsprüfer.

Według wspomnianego już słownika terminów uzgodnionego przez organizacje północnoamerykańskie, wyróżniane są cztery definicje standardów wartości:

- godziwa wartość rynkowa – *fair market value*,
- wartość godziwa (sprawiedliwa) – *fair value*,
- wartość inwestycyjna – *investment value*,
- wartość fundamentalna – *intrinsic value, fundamental value* (<https://cicbv...>).

Jak wcześniej wspomniano, każdy standard związany jest z określonym założeniem, przesłanką wartości. Fishman i Pratt (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 21) wskazują na dwa najistotniejsze przesłanki wartości: wartość wymienną i wartość dla właściciela. Te dwie przesłanki wykazują historyczny związek z rozważaniami Smitha i Ricardo. Smith, bowiem określił dwie kategorie wartości: użytkową, która odzwierciedla użyteczność danego przedmiotu oraz wymienną, która odpowiada możliwości nabycia innych dóbr, jaką daje posiadanie danego przedmiotu. Ricardo natomiast wskazywał, że wartość użytkowa jest konieczna dla istnienia wartości wymiennej (Landreth, Colander 2005 za Szymański 2010).

Te dwie przesłanki wartości są decydujące dla określenia, jaki standard wartości ma zastosowanie. Założenie to oznacza wybór, dla kogo jest ta wartość (tab. 1). Wartość wymienna (*value in exchange*) jest wartością biznesu lub udziałów w biznesie, który zmienia

właściciela w rzeczywistości bądź hipotetycznie. Według tego standardu wartości należy rozważyć czy z punktu widzenia celu wyceny mają zastosowanie dyskonta związane z brakiem kontroli i z brakiem płynności. Standard godziwa wartość rynkowa i w pewnym zakresie wartość godziwa jest pod wpływem założenia wartości wymiennej. Natomiast wartość dla właściciela (*value to the holder*) reprezentuje wartość własności, mienia, która nie jest sprzedawana lecz jest utrzymywana, zachowana w bieżącej formie przez aktualnego właściciela. Własność nie musi koniecznie być urynkowiona, cieszyć się popytem, aby być wyceniana. Wartość dla właściciela może być większa lub mniejsza niż wartość wymienna. Standard wartość inwestycyjna jest określane przy założeniu wartości dla właściciela, podobnie jak w niektórych przypadkach wartość godziwa. Te dwa założenia stanowią teoretyczną podbudowę każdego standardu wartości (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 21).

W wielu sytuacjach wybór odpowiedniego standardu wartości jest często uzależniony od różnych okoliczności, warunków, przedmiotu, kontraktu, umowy, prawa lub innych czynników. W wielu przypadkach wybór standardu wartości powinien być klarowny. Dla profesjonalnej wyceny zastosowanie specyficznego standardu wartości ma znaczące implikacje w odniesieniu do założeń, metodyki i technik, które powinny być użyte w wycenie. W przypadkach rozstrzygnięć sądowych w Stanach Zjednoczonych standard wartości jest generalnie wyznaczany przez regulacje prawne, statuty, kazusy prawne lub kombinację powyższych. W raportowaniu finansowym standard jest wyznaczany przez *Statement of Financial Accounting Standards* (Fishman, Pratt, Morrison 2007: 21).

Obok dwóch podstawowych perspektyw wartości, wartości wymiennej i wartości dla właściciela można wyróżnić trzecie spojrzenie na wartość. Trzecia perspektywa abstrahuje od spojrzenia na przedmiot wyceny przez pryzmat konkretnego właściciela, a w związku z tym od ewentualnych efektów synergicznych i innych korzyści mogących wystąpić w konkretnym przypadku. Jednocześnie spojrzenie to jest wolne od wszelkich efektów behawioralnych charakterystycznych dla rynków, na których odbywa się proces wymiany. W związku z tym to ujęcie jest również wolne od efektów wielkości, płynności, kontroli. Trudno znaleźć jednoznaczne określenie na tą perspektywę można ją określić mianem „wartości bez efektów psychologicznych i synergii” (tab. 1).

Tabela 1

Założenie wartości i standard wartości

Założenie wartości/ perspektywa	Wartość bez efektów psychologicznych i synergii	Wartość wymienna		Wartość dla właściciela
Standard wartości	wartość fundamentalna	godziwa wartość rynkowa	wartość godziwa	wartość inwestycyjna

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fishman, Pratt, Morrison (2007: 183).

Każdej perspektywie wartości odpowiada określony standard wartości. W dalszej części artykułu przyjrzymy się bliżej definicjom tych standardów.

2. Godziwa wartość rynkowa

Definicje poszczególnych standardów wartości powstawały w związku z potrzebami praktyki i ewoluowały wraz ze zmianą rzeczywistości gospodarczej. Część z tych standardów powstało w pierwotnej formie w związku z rozstrzygnianiem sporów przed sądem. I tak pierwsza definicja godziwej wartości rynkowej powstała w 1832 roku w związku ze sprawą sądową związaną z taryfami celnymi (*United States...* za Fishman, Pratt, Morrison 2007: 5). W sprawie tej eksporter w oparciu o fałszywy rachunek zaniżył wartość dostawy dla zmniejszenia opodatkowania. W latach 20-tych definicja wartości godziwej została rozszerzona o koncepcję *willing buyer* i *willing seller* (*United States...* za Fishman, Pratt, Morrison 2007: 7). Dziś standardy wartości są definiowane przez słowniki terminów wykorzystywanych w wycenie. Godziwa wartość rynkowa, historycznie najstarszy standard wartości jest definiowany, jako cena wyrażona w ekwiwalencie pieniężnym, po której może dojść do wymiany pomiędzy hipotetycznym zainteresowanym kupującym a hipotetycznym zainteresowanym sprzedającym, dokonana na otwartym, nieskrępowanym rynku, gdzie nikt nie jest zmuszony do zakupu lub sprzedaży i gdzie obie strony mają uzasadnioną, odpowiednią wiedzę zgodną z faktami (<https://cicbv...>).

W standardzie godziwa wartość rynkowa zakłada się, że obie strony mają taką wiedzę, która ogranicza asymetrię informacji. W praktyce sprzedający w sposób naturalny będzie dysponował większą wiedzą od kupującego o przedmiocie transakcji mimo przeprowadzania przez kupującego procesu *due dilligance*. Natomiast kupujący będzie miał większą wiedzę od sprzedającego o możliwych efektach synergicznych. Warto również nadmienić, że w kanadyjskiej wersji tej definicji zamiast określenia „cena” użyto sformułowania „najwyższa cena”.

Podobnie zdefiniowano godziwą wartość rynkową w Nocie Interpretacyjnej NI 5, gdzie godziwa wartość rynkowa to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem. Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji na temat stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy o przedmiocie wyceny. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w MSW (Zarzecki i in. 2010: 304).

3. Wartość sprawiedliwa, godziwa

Podobnie jak w przypadku godziwej wartości rynkowej definicja wartości godziwej ma głęboki kontekst historyczny. Korzenie wartości godziwej znajdziemy w XIX wieku, kiedy to w sporach sądowych dotyczących różnorodnych towarów, produktów, przedsięwzięć gospodarczych definicja ta została ukuta. Przykładem może być spór o udziały w jednostce

plywającej podążającej do Kalifornii w okresie gorączki złota (Lorenzo... za Fishman, Pratt, Morrison 2007: 91) czy też spory o wartość obrotu akcjami (The United... za Fishman, Pratt, Morrison 2007: 91) oraz szokujący spór o udział we własności w niewolnikach (Montgomery... za Fishman i in. 2007: 91).

Współcześnie standard wartości godziwej ma często zastosowanie w sytuacjach, gdy jedną ze stron sporu jest udziałowiec mniejszościowy. Ale jeszcze w XIX wieku nie było takiej potrzeby, bowiem prawa udziałowców mniejszościowych były znacznie większe niż dziś. Na początku XIX wieku w Wielkiej Brytanii *common law* głosiło, że decyzje korporacyjne wymagają konsensusu, co oznaczało zgody 100% właścicieli. W efekcie pojedynczy udziałowiec, akcjonariusz mógł wg prawa zgłosić veto i zablokować działania korporacji (Aiken 2004 za Fishman, Pratt, Morrison 2007: 95). Wraz rewolucją przemysłową, rozbudową infrastruktury korporacje zdały sobie sprawę, że konieczna jest większa elastyczność, a system decyzyjny opierający się na konsensusie między właścicielami nie jest efektywny i ogranicza możliwości rozwoju. Podobnie było w Stanach Zjednoczonych gdzie dopiero w 1892 roku *Illinois Supreme Court* afirmował zasadę większości i rolę mniejszościowych udziałowców w sprawie *Wheeler v. Pullman Iron & Steel Co.* (Wheeler... za Fishman i in. 2007: 96). W tej sprawie sąd zadecydował, że większość powinna sprawować kontrolę nad prowadzonymi przez spółkę działaniami. W efekcie udziałowcy mniejszościowi stracili wpływ na decyzje podejmowane przez spółkę i w sytuacji, kiedy nie zgadzali się z decyzjami większości mogli spółkę opuścić. W związku z tego typu sytuacjami pojawiła się konieczność zastosowanie wartości godziwej (Fishman i in. 2007: 116). Prawdopodobnie tego typu spory sądowe doprowadziły do powstania wykorzystywanej współcześnie w tych stanach USA, które uznają *Uniform Business Corporation Act* definicji wartości godziwej. W tej definicji termin ten oznacza wartość akcji, udziałów lub innych wkładów właścicieli ustalona niezwłocznie przed wiążącą decyzją korporacji, co do której oponent będący współwłaścicielem wyraża sprzeciw, wykluczając jakąkolwiek aprecjację lub deprecjację antycypującą decyzję korporacji chyba, że wyłączenia te byłyby niesprawiedliwe (Oregon... za Fishman i in. 2007: 45). Nie jest to jednak jedyna definicja tego pojęcia. Jak podają Fishman, Pratt i Morrison w prawodawstwie amerykańskim ze względu na autonomię poszczególnych stanów funkcjonuje 16 definicji wartości godziwej (Fishman i in. 2007: 116).

Jak podaje Pratt i Niculita, w kilku krajach przeprowadzających prywatyzację zaadoptowano termin wartość godziwa do niektórych typów transakcji, np. kiedy kupującymi byli pracownicy prywatyzowanych przedsiębiorstw (Pratt, Niculita 2008: 46). Wspomniany słownik do standardów wyceny definiuje wartość sprawiedliwą, jako proporcjonalną kwotę całkowitej wartości jednostki nieuwzględniającą dyskonta z tytułu mniejszościowego udziału we własności (brak kontroli lub brak płynności wycenianych walorów wynikająca z mniejszościowego udziału) (www.go-iba.gov...). Bardziej opisowy charakter ma definicja przyjęta w Nocie Interpretacyjnej NI 5 gdzie wartość sprawiedliwa to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, przy szacowaniu, którego zakłada się, że transakcje biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany

przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny (Zarzecki i in. 2010: 305).

Obie powyższe definicje zwracają uwagę na odmienne kwestie. W drugiej definicji słusznie zwrócono uwagę na przymusowość sytuacji, w której znajduje się jedna ze stron. Warto rozważenia jest uzupełnienie definicji z Noty o kwestię, na której koncentruje się pierwsza definicja jak rozumiane jest sprawiedliwe rozliczenie stron. Wg tej definicji w odróżnieniu od godziwej wartości rynkowej sprawiedliwe rozliczenie stron oznacza nieuwzględnianie korekt związanych z poziomami kontroli, czy też płynnością akcji.

W definicji wartości sprawiedliwej przyjętej w Nocie Interpretacyjnej NI 5 zwraca się również uwagę na fakt iż nie jest ona tożsama z definicją wartości godziwej zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości Zarzecki i in. 2010: 305). Z analogiczną sytuacją mamy do czynienia na rynku amerykańskim gdzie dla potrzeb raportowania finansowego istnieje odrębna definicja wartości godziwej zgodna z zasadami *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) i *Securities and Exchange Commission* (SEC) (Pratt, Niculita 2008: 46).

4. Wartość inwestycyjna

Kolejnym istotnym dla wyceny przedsiębiorstw terminem jest wartość inwestycyjna. Laro i Pratt definiują wartość inwestycyjną jako wartość aktywów lub biznesu dla specyficznego aktualnego lub potencjalnego właściciela. Stąd w tym typie wartości rozważana jest wiedza aktualnego lub potencjalnego właściciela, jego możliwości, oczekiwania co do ryzyka i dochodów oraz inne czynniki (Laro, Pratt 2005: 23). Wartość inwestycyjna często bierze pod uwagę możliwe efekty synergiczne np. związane z oszczędnościami w kosztach, efektami skali, poprawą pozycji konkurencyjnej, ograniczeniami konkurencji cenowej itp. W efekcie wartość inwestycyjna odzwierciedla ewentualnie powstanie wartości dodanej, przez co może być wyższa niż godziwa wartość rynkowa. Aby te efekty były widoczne wartość inwestycyjna odzwierciedla wartość własności nie z punktu widzenia hipotetycznego inwestora lecz konkretnej osoby (obecnego lub potencjalnego spersonifikowanego właściciela) w przeciwieństwie do rynkowej wartości godziwej gdzie potencjalny właściciel jest odpersonifikowany (Fishman i in. 2007: 24).

Słownik terminów do standardów północnoamerykańskich definiuje wartość inwestycyjną jako wartość dla konkretnego inwestora opierającą się na indywidualnych wymogach inwestycyjnych i oczekiwaniach. W Kanadyjskich standardach termin ten określany jest mianem wartości dla właściciela (<https://cicbv...>). Podobnie zdefiniowano wartość inwestycyjną w Nocie Interpretacyjnej NI 5, gdzie termin ten oznacza wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cenę przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora

(właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa, w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej, jest odpersonifikowana i bezstronna (Zarzecki i in. 2010: 305).

5. Wartość fundamentalna

Według Fishmana i Pratta wartość fundamentalna to wartość rozważana, tkwiąca w samej własności. Słownik Webstera natomiast definiuje wartość fundamentalną, jako pożądaną lub żadaną dla własnego dobra pomijająca inne czynniki. Podobnie definiuje to pojęcie *Black's Law Dictionary* jako wartość tkwiącą w rzeczy bez jakichkolwiek specjalnych cech, właściwości, które mogą zmieniać jego rynkową wartość. Wartość wewnętrzna srebrnej monety jest wartością srebra, które jest w niej zawarte (Webster's... za Fishman i in. 2007: 25). W takim ujęciu do standardu wartość fundamentalna zbliżona jest koncepcja wartości obiektywnej prezentowana przez Mellerowicza w 1952 roku, definiowana jako wartość „sama w sobie” poprzez obiektywne korzyści, jakie przynosi przedsiębiorstwo, niezależnie od interesów zarówno sprzedającego jak i kupującego (Mellerowicz 2001: 30).

Wartość fundamentalna nie jest standardem uznawanym przez przepisy stanowe czy też federalne w Stanach Zjednoczonych. Mimo to sformułowanie wartość fundamentalna jest obecne w wielu sądowych opiniach wyceny przedsiębiorstw, w szczególności w sprawach rodzinnych oraz przypadkach konfliktu między właścicielami czy też naruszeniach praw właścicieli. Koncepcja wartości fundamentalnej ma swoje korzenie w literaturze i praktyce analizy rynku papierów wartościowych. W jednej z najbardziej popularnych książek z tego zakresu termin ten jest definiowany, jako wartość, która jest uzasadniona przez aktywa, dochody dywidendy, wyraźne, określone perspektywy i czynniki zarządcze (Cottle, Murray, Block za Fishman i n. 2007: 26). Cottle, Murray, Block są zdania, że być może bardziej opisowym terminem na wartość fundamentalną jest wartość centralna zarządcze. Nieco inaczej zdefiniowany jest ten termin przez Pratta i Niculitę, według których wartość ta różni się tym od wartości inwestycyjnej, że reprezentuje analityczną ocenę wartości bazującą na postrzeganych cechach związanych z inwestycją, ale nieograniczoną przez czynniki charakterystyczne dla jakiegokolwiek inwestora, a raczej przez czynniki charakterystyczne dla analityka konfrontującego swoją opinię z innymi analitykami (Pratt, Niculita 2008: 24). Standard ten jest wykorzystywany przez analityków giełdowych dla potrzeb określania rekomendacji, co do możliwych kierunków zmian wartości danych akcji w oparciu o porównanie wartości rynkowej akcji z ich wartością fundamentalną.

Przytaczany wcześniej słownik do standardów wyceny definiuje wartość wewnętrzną, fundamentalną jako wartość, którą rozważa inwestor na podstawie oceny lub dostępnych faktów, będąca prawdziwą lub rzeczywistą wartością, która może się stać wartością rynkową, kiedy inni inwestorzy dojdą do tych samych wniosków (<https://cicbv...>). Podobnie zdefiniowano wartość fundamentalną w Nocie Interpretacyjnej NI 5 gdzie termin ten oznacza wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cenę przedmiotu wyceny, która

nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową (Zarzecki i in. 2010: 305).

Na zakończenie warto wspomnieć o popularnym w naszym kraju terminie wartość księgową, który ma określone znaczenie z punktu widzenia informacji, jakich dostarcza rachunkowość. Jednak z punktu widzenia standardów wyceny przedsiębiorstw nie jest uznawany za standard wartości (Fishman i in. 2007: 28).

Uwagi końcowe

Pojęcie wartości w ujęciu ekonomicznym może być różnie rozumiane w zależności od osoby, sytuacji, czasu i innych czynników. Stąd też, aby nie dochodziło do nieporozumień termin wartość musi być precyzyjnie zdefiniowany. Standardy wartości są odpowiedzią na potrzeby teorii jak i praktyki, ułatwiają komunikację, porządkują dyskusje w obszarze wyceny przedsiębiorstw. Mnogość definicji wskazuje na istnienie zróżnicowanych spojrzeń w wycenie przedsiębiorstw na termin wartość. Z jednej strony może to utrudniać proces wyceny w praktyce z drugiej strony wystarczy jak dopuszcza to wiele standardów wyceny przedsiębiorstw, że ekspert przytoczy, jaką definicją wartości się posługuje. Nadanie definicyjnych ram pojęciu wartości z punktu widzenia różnych perspektyw nie powinno być jednak rozumiane, jako zamknięcie dyskusji na ten temat. Historia myśli ekonomicznej wskazuje, że rozumienie tych terminów ewoluuje wraz ze zmianami zachodzącymi w gospodarce.

Literatura

- Aiken M. (2004), *A Minority Shareholder's Rights in Dissension – How Does Delaware Do It and What Can Louisiana Learn?*, „50 Loyola Law Review” vol. 231, Spring.
- ASA Business Valuation Standards (2009), American Society of Appraisers.
- Business Appraisal Standards (2008), The Institute of Business Appraisers.
- Cottle S., Murray R., Block F. (1988), *Graham and Dodd's Security Analysis*, 5th. ed., McGraw-Hill, New York.
- Defining Standards of Value (1989), Opinion of the college of Fellows, „Valuation” vol. 34, no. 2, June.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J. (2007), *Standards of Value. Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.
- <https://cicbv.ca/glossary>.
- IDW Standard (2009), Principles for the Performance of Business Valuations (IDW S1, Version 2008), Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland, Düsseldorf.
- Independent Business Valuation Engagements (2003), Institute of Chartered Accountants of New Zealand.
- International Valuation Standards. International Valuation Guidance Note No. 6. Business Valuation (2003), The International Valuation Standards Committee, Sixth Edition.
- Landreth H., Colander D.C. (2005), *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Laro D., Pratt S.P. (2005), *Business Valuation and Taxes*, John Wiley&Sons, Hoboken, NJ.
- Lorenzo D. Davies & Others v. Daniel B. Allen, 75 Mass. 322; 1857 Mass. LEXIS 336, 1857.
- Malinowska U. (2001), *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa.
- Montgomery v. Rose, Court of Virginia, Special Court of Appeals 1855 Va. LEXIS 65;1 Patton & H. 5, January 1855.
- Oregon Revised Statutes, Section. 60.551(4).

- Pratt S.P., Niculita A.V. (2008), *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, The McGraw-Hill, New York.
- Professional Standards* (2002), National Association of Certified Valuation Analysts, May.
- Standard no 110* (2009), The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June.
- Szymański P. (2010), *Historyczny kontekst wyceny biznesowej*, w: *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 512–522.
- Szymański P. (2011a), *Jakość raportów z wycen przedsiębiorstwa na tle standardów wycen biznesowych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 686, „Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia” nr 47, s. 227 – 238.
- Szymański P. (2011b), *Standardy wyceny biznesowej (przedsiębiorstw i kapitału własnego) na świecie, a przyszły polski standard wyceny biznesowej*, w: *Finanse przedsiębiorstw*, red. A. Kopiński, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław, s. 394–403.
- The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards* (2005), The Hong Kong Business Valuation Forum, November.
- The United States Rolling Stock Company v. The Atlantic and Great Western Railroad Company – Court of Ohio, 34 Ohio St. 450; 1878 Ohio LEXIS 173, December 1878.
- United States v. Fourteen Packages of Pins, 1832 U.S. Dist. LEXIS 5; 25 F. Cas. 1182; 1 Gilp 235.
- Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset. Statement on Standards for Valuation Services* (2007), American Institute of Certified Public Accountants, New York, June.
- Valuation Services* (2008), Accounting Professional and Ethical Standards Board, July.
- Webster's Third New International Dictionary* (1966), G&C Merriam, Springfield, MA.
- Wheeler v. Pullman Iron & Steel Co., 143 Ill. 197, 207-08, 32 N.E. 420, 423 (1892).
www.go-iba.org/resources/glossary.html.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Zarzecki D. (2002), *Standard wartości w teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw*, „Management” vol. 6, no. 2, s. 69–79.
- Zarzecki D., Grudziński M. (2011), *Wartość godziwa jako standard wartości w wycenach sporządzonych w sytuacjach przymusowego wykupu akcji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 37, s. 661–676.
- Zarzecki D., Mączyńska E., Beer-Zwolińska A., Bombala B., Filipiak J., Grudziński M., Habdas M., Konowalczyk J., Panfil M., Pęksyk M., Prystupa M., Ramian T., Szymański P. (2010), *Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Nota Interpretacyjna NI 5 Wycena przedsiębiorstw*, w: *Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej*, XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce, 16–18 września, s. 299–314.

STANDARDS OF VALUE IN BUSINESS VALUATION

Abstract: *Purpose* – Identification of the definitional problems with different types of values used in businesses valuation.

Findings – Documents analysis, literature review.

Originality/value – The paper focuses on the problem of standards of value used in business valuation. Many business valuation standards of Anglo-Saxon countries indicates that choice of standard of value is one of the critical steps in the business valuation process. Polish business valuation practice does not see this problem therefore this article brings the standards of value by analyzing the basic definition and pointing to historical conditions.

Keywords: standards of value, business valuation standards, valuation

Cytowanie

- Szymański P. (2015), *Standardy wartości w wycenie przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 855, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 74, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 311–320; www.wneiz.pl/frfu.