

ANDRZEJ JAKI

KATEGORIA WARTOŚCI W NIEMIECKICH I ANGLOSASKICH STANDARDACH WYCENY

Wprowadzenie

Rozwój teorii i praktyki wyceny przedsiębiorstw związany jest nierozzerwalnie z tworzeniem i propagowaniem różnych koncepcji wartości, a w ich obrębie poszczególnych jej rodzajów. Rezultatem tego procesu są powszechnie uznawane ramy pojęciowe, oparte na koncepcji wartości majątkowej (*asset based value*) oraz wartości dochodowej (*income based value*) przedsiębiorstwa. Stworzyło to fundament dla rozwoju metodyki wyceny wraz z jej dostosowaniem do indywidualnej sytuacji wycenianego przedsiębiorstwa.

Dążenie do indywidualizacji procesu wyceny przedsiębiorstwa stało się równocześnie przesłanką dla rozwoju koncepcji wartości ściśle dostosowanych do okoliczności towarzyszących temu procesowi, implikowanych celami wyceny i zakresem wykorzystania jej wyników. Zrodziło to dwa główne nurty tak zorientowanej wyceny, do których należą: niemiecka funkcjonalna szkoła wyceny oraz szkoła anglosaska. Stąd, zasadniczym celem niniejszego artykułu jest skonfrontowanie obu wymienionych podejść wraz ze wskazaniem uwarunkowań determinujących ich funkcjonowanie w teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw.

Funkcjonalna szkoła wyceny

Funkcjonalna szkoła wyceny przedsiębiorstwa powstała na gruncie studiów teoretycznych i praktycznych doświadczeń niemieckich, zaś jej powstanie i rozwój związane jest przede wszystkim z osobą M.J. Matschke¹. Podejście to dąży do integracji obiektywnej

¹ Zob. M.J. Matschke, G. Brösel: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011, s. 11. Funkcjonalna teoria wyceny znajduje także szerokie odzwierciedlenie w takich pracach innych autorów niemieckich i szwajcarskich, jak m.in.: J. Drukarczyk: *Unternehmensbewertung*, Verlag Vahlen, München 2001, s. 128–131; C. Helbling: *Unternehmensbewertung und Steuern*, IdW-Verlag GmbH, Düsseldorf 1991, s. 38–47 oraz H. Langguth: *Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement. Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung*, Verlag Vahlen, München 2008, s. 12–14. Problem ten podejmują także polscy autorzy zajmujący się problematyką wartości i wyceny przedsiębiorstwa, zob.: R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki: *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER SA, Warszawa 2002, s. 70–71; U. Malinowska: *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 31–35; E. Mączyńska: *Wycena przedsiębiorstw. Zasady procedury, metody*, SKwP, Warszawa 2005, s. 13–15 oraz D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999, s. 51.

i subiektywnej koncepcji wyceny przedsiębiorstwa, wskazując na potrzebę jej każdorazowego prowadzenia w kontekście określonych przesłanek (celów) oraz funkcji, jakie ona spełnia². Niemiecka szkoła wyceny odróżnia przy tym wyraźnie przesłanki wyceny (niem. *Bewertungsanlässe*) od funkcji wyceny (niem. *Bewertungsfunktionen*), wiążąc te pierwsze z okolicznościami, które wymagają ustalenia wartości przedsiębiorstwa (np. transakcje kupna-sprzedaży, procesy restrukturyzacji przedsiębiorstw, czy też wymiar podatków i odszkodowań), natomiast te drugie z potrzebami i oczekiwaniami adresatów wyceny³. Należy bowiem zwrócić uwagę na fakt, że wynikami wyceny są zainteresowane (bezpośrednio bądź pośrednio) różne osoby (podmioty gospodarcze, instytucje), przy czym każda z nich może reprezentować odmienne oczekiwania i w związku z tym może w odmienny sposób podchodzić do wartości przedsiębiorstwa.

Funkcjonalne podejście do wyceny przedsiębiorstwa, uwzględniając zatem fakt, że może ona służyć różnym celom i zaspokajać oczekiwania szerokiego kręgu osób, pozwala równocześnie na uzyskanie końcowych efektów satysfakcjonujących wszystkie bezpośrednio zainteresowane strony. Tego rodzaju podejście zrodziło funkcjonalnie zorientowaną koncepcję wartości przedsiębiorstwa, która wprowadziła do teorii i praktyki wyceny pojęcia: wartość decyzyjna (niem. *Entscheidungswert*), wartość argumentacyjna (z niem. *Argumentationswert*) oraz wartość arbitralna (niem. *Arbitriumwert*, *Schiedswert*)⁴.

Pojęcie wartości decyzyjnej, związane z funkcją decyzyjną wyceny, jest ściśle związane z wyceną przedsiębiorstwa przeprowadzaną z punktu widzenia interesu i przez pryzmat oczekiwań określonej strony zainteresowanej ustaleniem wartości przedsiębiorstwa. Jest to zatem wartość, która ustalana jest w kontekście określonego celu wyceny i ma za zadanie umożliwienie podjęcia racjonalnej decyzji związanej z wartością przedsiębiorstwa (np. w procesie negocjowania jego ceny w przypadku transferu własności)⁵. Wartość decyzyjna jest w związku z tym subiektywną wartością wyznaczającą danej stronie przedział negocjacyjny wartości przedsiębiorstwa i wskazującą zarazem na jej gotowość do ustępstw przy negocjowaniu ostatecznej ceny przedsiębiorstwa⁶.

Z wartością decyzyjną ściśle związana jest wartość argumentacyjna, osadzona na funkcji argumentacyjnej wyceny. Jest to zatem także wartość ustalana z punktu widzenia i w interesie określonej strony poszukującej merytorycznych argumentów, które pozwolą wzmocnić jej pozycję negocjacyjną i w sposób skuteczny oraz korzystny dla siebie wpłynąć na partnera rokowań. Argumenty te związane są nie tylko z samym poziomem wartości przedsiębiorstwa, ale są również ukierunkowane na kształtowanie się kluczowych param-

² M.J. Matschke, G. Brösel, X. Matschke: *Fundamentals of Functional Business Valuation*, „Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis” 2010, Vol. 5, Issue 1, Article 7, s. 7.

³ C. Helbling: *op.cit.*, s. 27–41.

⁴ J. Drukarczyk: *op.cit.*, s. 128–130; C. Helbling: *op.cit.*, s. 41–47 oraz M.J. Matschke, G. Brösel: *op.cit.*, s. 13–14.

⁵ C. Helbling: *op.cit.*, s. 43–44.

⁶ J. Drukarczyk: *op.cit.*, s. 128.

trów determinujących poziom wartości przedsiębiorstwa⁷. Wartość argumentacyjna znajduje zastosowanie nie tylko w przypadku negocjacji ze stroną przeciwną, odnoszących się np. do kupna/sprzedazy przedsiębiorstwa. Kategoria ta może być także wykorzystana dla celów wewnętrznych przedsiębiorstwa w relacjach pomiędzy osobami zarządzającymi a organami nadzorującymi (rada nadzorcza, właściciele) w kontekście różnych sytuacji decyzyjnych związanych z koniecznością ustalania wartości przedsiębiorstwa⁸. Istotnego znaczenia tej kategorii wartości można się także dopatrywać w przypadku gdy mamy do czynienia wycenami dla celów prywatyzacji przedsiębiorstw, czy też zbywania posiadanych przez skarbnictwo państwa akcji (udziałów) w przedsiębiorstwach. We wskazanych kontekstach wykorzystania wartości argumentacyjnej dopatrywać się można także jej powiązania z funkcją zabezpieczającą wyceny przedsiębiorstwa.

Trzecia z wymienionych funkcjonalnych wartości przedsiębiorstwa – wartość arbitralna – związana jest z funkcją pośredniczącą wyceny przedsiębiorstwa i z istoty swojej nie odzwierciedla interesu żadnej ze stron. Charakteryzując wartość arbitralną C. Helbling pisze, że jest to wartość ustalana przez zewnętrznego, niezależnego eksperta, która pozostając poza wpływem życzeń jakiegokolwiek strony, powinna opierać się na wymiernych danych ekonomicznych charakteryzujących przedsiębiorstwo. Wyznaczenie tej wartości ma w swoim założeniu pomóc w znalezieniu rozsądnego kompromisu pomiędzy rozbieżnymi wartościami decyzyjnym zainteresowanych stron wraz z zachowaniem swoistej równowagi interesów⁹. Zależność w jakiej pozostaje wartość arbitralna w stosunku do wartości decyzyjnych wskazuje się jako istotny problem odnoszący się do podziału związanych z tym korzyści. J. Drukarczyk odnosi to do sytuacji, w której wartość decyzyjna strony kupującej jest w znaczącym stopniu determinowana przez przyszłe korzyści wynikające z efektu synergii jakiego on oczekuje w związku z nabyciem przedsiębiorstwa. Rodzi się w tej sytuacji pytanie: w jakim stopniu sprzedający winien w tej sytuacji partycypować w tego rodzaju korzyściach, biorąc zarazem pod uwagę fakt, że to on – godząc się na transakcję – umożliwia ich zaistnienie¹⁰. W tym kontekście funkcjonalna teoria i praktyka wyceny wypracowała różne rozwiązania odnoszące się do obliczania wartości arbitralnej, uwzględniającej zróżnicowane uwarunkowania towarzyszące wycenie¹¹.

Anglosaska szkoła wyceny

Anglosaska szkoła wyceny związana jest bezpośrednio z tworzeniem w krajach anglosaskich, począwszy od lat 50. XX wieku, zróżnicowanych standardów wartości, przedsiębiorstwa. Pod tym pojęciem rozumie się definicję rodzaju wartości wyróżnionego z punktu

⁷ C. Helbling: *op.cit.*, s. 46–47.

⁸ M.J. Matschke, G. Brösel: *op. cit.*, s. 282.

⁹ C. Helbling: *op.cit.*, s. 41–43.

¹⁰ J. Drukarczyk: *op.cit.*, s. 129.

¹¹ Zob. M.J. Matschke, G. Brösel: *op.cit.*, s. 234–275.

widzenia strony, której punkt widzenia stanowi podstawę dla szacowania wartości i determinuje tym samym konieczne do uwzględnienia czynniki oraz okoliczności prowadzonej wyceny¹². W ten sposób standardy te wytyczają jej koncepcyjną podstawę oraz merytoryczny sens, jak również stanowią merytoryczne ramy dla tworzenia sformalizowanych standardów wyceny przedsiębiorstw¹³. Zostały one ukształtowane na bazie wieloletnich doświadczeń krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Pozwala to dzisiaj na wskazanie czterech kluczowych standardów wartości¹⁴:

- wartość rynkowa (*market value*) – wartość aktywów będącego przedmiotem obrotu na zorganizowanym, bądź niezorganizowanym rynku, odzwierciedlona pod postacią ceny wymiennej dobra lub usługi,
- wartość inwestycji (*investment value*) – wartość wyznaczona z punktu widzenia konkretnego inwestora przy uwzględnieniu jego indywidualnych preferencji, motywów, a także planowanych działań restrukturyzacyjnych, zorientowanych na wzrost wartości. Jest ona zatem tożsama z wartością właściciela (*owner value*),
- wartość nieodłączna (*intrinsic value*) określana także mianem wartości fundamentalnej (*fundamental value*) lub wartości wewnętrznej – wartość szacowana na podstawie dostępnych inwestorowi informacji odnoszących się do zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów dla właścicieli,
- wartość sprawiedliwa (*fair value*) – wartość wyznaczona w trakcie swobodnych negocjacji pomiędzy w pełni poinformowanymi stronami. W węższym znaczeniu oznacza ona standard prawny funkcjonujący na gruncie prawa amerykańskiego, a zatem nie mający uniwersalnego charakteru.

Na gruncie wymienionych czterech standardów niektórzy autorzy wskazują jeszcze na piąty standard, którym jest sprawiedliwa wartość rynkowa (*fair market value*) jako szczególnie przypadek wartości rynkowej. Odnosi się ona do sytuacji gdy wartość rynkowa jest wyznaczana na zorganizowanym aktywnym rynku, charakteryzującym się masowością transakcji. Jest wartością zmieniającą się pod wpływem różnych uwarunkowań makro- i mikroekonomicznych¹⁵.

Koegzystencja a nie rywalizacja szkół

Twórcy i propagatorzy funkcjonalnej szkoły wyceny akcentują silnie jej indywidualistyczny charakter, przejawiający się w jej zorientowaniu na konkretne przesłanki i funkcje

¹² D. Zarzecki: *O standardach wartości stosowanych na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005, s. 209.

¹³ Zob. D. Zarzecki: *O standardach wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu 2010, nr 144, s. 591–602.

¹⁴ D. Zarzecki: *O standardach wartości...*, s. 210–213.

¹⁵ Zob. P. Szczepankowski: *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 42.

wyceny. Podkreślają przy tym jej opozycyjny charakter w stosunku do rozwiązań anglosaskich, opartych zdaniem Autorów wyłącznie na zorganizowanym w formie giełdy doskonałym rynku kapitałowym, prowadzących jednak w „ślepą uliczkę anglosaskich fali modeli”¹⁶. W tym kontekście należy zwrócić uwagę na fakt, że podejście anglosaskie jest z jednej strony silnie determinowane przez aktywną rolę rynku jako mechanizmu kontroli przedsiębiorstw, z jaką mamy do czynienia w ramach dominującego w tych krajach monistycznego modelu nadzoru korporacyjnego¹⁷, z drugiej zaś strony wnioski płynące z analizy praktyki stosowania wyceny w USA i innych krajach anglosaskich dowodzą znacznie szerszego, niż to prezentują niemieccy Autorzy, postrzegania przez nią kategorii wartości przedsiębiorstwa.

W odróżnieniu od podejścia anglosaskiego, funkcjonalna szkoła wyceny jest osadzona na gruncie niemieckiej praktyki gospodarczej i dominującym na kontynencie europejskim – w tym w Niemczech – dualistycznym modelu nadzoru korporacyjnego, opartym na silnej tradycji ekonomii społecznej, a tym samym ograniczonej roli rynku kapitałowego w kształtowaniu mechanizmu kontroli i nadzoru nad działalnością przedsiębiorstwa¹⁸. W tym kontekście wydaje się, że formułowana przez niemiecką funkcjonalną szkołę wyceny krytyka rozwiązań anglosaskich w niedostatecznym stopniu uwzględnia tamtejszą współczesną praktykę wyceny – w tym wypracowany przez nią szeroki zakres standardów wartości, odnoszących się w istocie do zróżnicowanych celów i okoliczności prowadzenia wyceny. Nie należy zatem dopatrywać się rażącej sprzeczności pomiędzy podejściem anglosaskim a podejściem niemieckim. Należy raczej wskazywać na potrzebę koegzystencji, uwzględniającej z jednej strony odmienne modelowe uwarunkowania funkcjonowania przedsiębiorstw w krajach anglosaskich i na kontynencie europejskim, z drugiej zaś strony należy akcentować potrzebę prowadzenia wyceny przedsiębiorstwa w kontekście jasno zdefiniowanych przesłanek i okoliczności jej towarzyszących.

Odmienność warunków funkcjonowania przedsiębiorstw w anglosaskim i kontynentalnym modelu nadzoru korporacyjnego znajduje także swoje odzwierciedlenie w zróżnicowanych rodzajach metod wyceny przedsiębiorstw wykorzystywanych w praktyce gospodarczej. Wyraża się to w dążeniu do szerokiego, wieloaspektowego spojrzenia na kategorię wartości przedsiębiorstwa przez pryzmat metod majątkowych, dochodowych i mieszanych, z czym mamy do czynienia w krajach europejskich – przede wszystkim w Niemczech, Austrii i Szwajcarii. Równocześnie w teorii i praktyce wyceny krajów anglosaskich występuje dominacja czysto inwestycyjnego postrzegania przedsiębiorstwa, czego odzwierciedleniem jest m. in. całkowite pomijanie w tych krajach metod mieszanych.

¹⁶ M.J. Matschke, G. Brösel: *op.cit.*, s. XI i 17.

¹⁷ Zob. M. Jerzemowska: *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 36 oraz J. Machaczka, K. Miśiołek: *Modele naczelnego kierownictwa w spółkach kapitałowych*, [w:] *Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 28–30.

¹⁸ *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, red. R. Borowiecki, Wyd. ABRYS, Kraków 2005, s. 129.

Podsumowanie

Rozwój indywidualistycznego podejścia do kategorii wartości przedsiębiorstwa, oparty na gruncie rozwiązań niemieckich i anglosaskich, stał się przyczynkiem dla wskazywania i wykorzystywania w praktyce jeszcze innych, szczególnych rodzajów wartości, odnoszących się do szczególnych okoliczności towarzyszących wycenie i mających związane z nimi zastosowanie. Zaliczamy do nich¹⁹:

- wartość kapitalizacji rynkowej (*market capitalization value*) – wartość oparta na rynkowej wartości akcji spółki notowanej na giełdzie papierów wartościowych,
- wartość szacunkowa (*estimate value*) – wartość będąca rezultatem wstępnego oszacowania,
- wartość bilansowa (*balance-sheet value*) – wartość, według której składniki aktywów i pasywów są prezentowane w bilansie,
- wartość podatkowa (*tax value*) – wartość stanowiąca podstawę opodatkowania,
- wartość zabezpieczenia (*collateral value*) – wartość będąca podstawą zabezpieczenia spłaty zobowiązań,
- wartość pozbawienia (*deprivation value*) – wartość odzwierciedlająca uszczerbek na wartości przedsiębiorstwa,
- wartość nieprzechodnia (*intransitiv value*) – wartość właściwa jedynie danemu obiektowi lub podmiotowi.

Tego rodzaju podejście wywarło także istotny wpływ na tworzenie polskich standardów wyceny, które od 2008 roku przyjęły formę Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny. Wchodząca w ich skład Nota Interpretacyjna nr 5 stanowi w polskiej praktyce gospodarczej pierwszy sformalizowany dokument wskazujący na standardy wartości, których określenie i definiowanie jest niezbędnym elementem każdej wyceny. Nota ta wskazuje na następujące cztery, możliwe do przyjęcia standardy wartości:

- godziwa wartość rynkowa,
- wartość sprawiedliwa,
- wartość inwestycyjna,
- wartość wewnętrzna.

Wybór właściwego dla danej wyceny standardu wartości wynika z takich okoliczności towarzyszących jej prowadzeniu, jak: cel wyceny, uwarunkowania prawne, uwarunkowania metodyczne, stan przedmiotu wyceny oraz przyjęte w wycenie założenia i ograniczenia²⁰.

¹⁹ E. Mączyńska: *op.cit.*, s. 17–18.

²⁰ *Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) – Nota Interpretacyjna nr 5: Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, PFSRM, Warszawa 2011, s. 7–8.

Literatura

- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M.: *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER SA, Warszawa 2002.
- Drukarczyk J.: *Unternehmensbewertung*, Verlag Vahlen, München 2001.
- Helbling C.: *Unternehmensbewertung und Steuern*, IdW-Verlag GmbH, Düsseldorf 1991.
- Jerzemowska M.: *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
- Langguth H.: *Kapitalmarktorientiertes Wertmanagement. Unternehmensbewertung, Unternehmenssteuerung und Berichterstattung*, Verlag Vahlen, München 2008.
- Machaczka J., Misiólek K.: *Modele naczelnego kierownictwa w spółkach kapitałowych [w:] Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Malinowska U.: *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Matschke M.J., Brösel G., Matschke X.: *Fundamentals of Functional Business Valuation*, „Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis” 2010, Vol. 5, Issue 1, Article 7.
- Matschke M.J., Brösel G.: *Wycena przedsiębiorstwa. Funkcje, metody, zasady*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
- Mączyńska E.: *Wycena przedsiębiorstw. Zasady procedury, metody*, SKwP, Warszawa 2005.
- Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, red. R. Borowiecki, Wyd. ABRYS, Kraków 2005.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW) – Nota Interpretacyjna nr 5: Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, PFSRM, Warszawa 2011.
- Szczepankowski P.: *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999.
- Zarzecki D.: *O standardach wartości stosowanych na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406, Szczecin 2005.
- Zarzecki D.: *O standardach wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 144, Wrocław 2010.

dr Andrzej Jaki
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Streszczenie

Teoria i praktyka wyceny przedsiębiorstw związane są ściśle z wykorzystaniem dwóch podstawowych koncepcji wartości: koncepcji wartości majątkowej (*asset based value*) oraz koncepcji

wartości dochodowej (*income based value*). Stało się to fundamentem dla rozwoju metodyki wyceny, wraz z jej dostosowaniem do indywidualnej sytuacji wycenianego przedsiębiorstwa. Indywidualizacja wyceny przedsiębiorstwa stała się także przesłanką dla rozwoju koncepcji wartości implikowanych celami wyceny i zakresem wykorzystania jej wyników. Zrodziło to dwa główne nurty tak zorientowanej wyceny, do których należą: niemiecka funkcjonalna szkoła wyceny oraz szkoła anglosaska. Niniejszy artykuł konfrontuje ze sobą oba wymienione podejścia oraz wskazuje główne determinanty ich wykorzystania w teorii i praktyce wyceny przedsiębiorstw.

THE CATEGORY OF VALUE IN GERMAN AND ANGLO-SAXON VALUATION STANDARDS

Summary

The theory and practice of enterprise valuation are closely connected with the application of two basic concepts of value: the concept of the asset based value and the concept of the income based value. It has become a basis for the development of the valuation methodology alongside its adjustment to the individual situation of the valued enterprise. The individualization of enterprise valuation has also become a premise for the development of the concept of values implied by the goals of valuation and the scope of using its results. It has given rise to two main currents of so focused valuation which include: the German functional school of valuation and the Anglo-Saxon school. This article confronts both of the mentioned approaches and indicates the main determinants of their use in the theory and practice of enterprise valuation.