

DARIUSZ SIUDAŁ

## WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA W KONTEKŚCIE MIGRACJI WARTOŚCI

**Słowa kluczowe:** migracja wartości, wartość rynkowa, wartość ekonomiczna

**Keywords:** value migration, market value, economic value

**Klasyfikacja JEL:** G00, G10, G19

### Wprowadzenie

Wycena przedsiębiorstwa stanowi narzędzie realizacji celu pomiaru jego wartości. Problematyka ta jest zagadnieniem o wysokim stopniu złożoności. Proces kalkulacji wartości przedsiębiorstwa definiuje D. Zarzecki, podkreślając jednocześnie aspekt wartości niematerialnych: „Wycena przedsiębiorstwa oznacza, iż wycenie podlega wyodrębniona pod względem ekonomicznym i prawnym jednostka organizacyjna, dysponująca określonym potencjałem w postaci majątku trwałego i obrotowego oraz różnych wartości i cech o charakterze niematerialnym”<sup>1</sup>.

Brak świadomości kadry kierowniczej ile jest warte – przynajmniej w przybliżeniu – zarządzane przedsiębiorstwo może prowadzić do wrogiego przejęcia przez innych uczestników rynku dokonujących takiej wyceny i w efekcie której nasuwa się wniosek o niedoszacowaniu spółki. S. Kasiewicz i E. Mączyńska stwierdzają: „Brak informacji o wartości przedsiębiorstwa praktycznie uniemożliwia jego funkcjonowanie w dłuższym okresie, jeśli orientacja na zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w interesie akcjonariuszy uznana jest za dominujący standard. Występuje tu potrzeba ciągłego dysponowania informacją o wartości przedsiębiorstwa, niezbędną do podejmowania właściwych decyzji alokacyjnych, finansowych, marketingowych i organizacyjnych, sprzyjających zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> D. Zarzecki: *Metody wyceny przedsiębiorstwa. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce*, Warszawa 1999, s. 39.

<sup>2</sup> S. Kasiewicz, E. Mączyńska: *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 106.

Celem artykułu jest sprecyzowanie rodzaju: 1) przesłanek, 2) funkcji, 3) metody wyceny oraz 4) kategorii wartości przedsiębiorstwa, jakie uwarunkowała potrzeba pomiaru procesów migracji wartości przedsiębiorstw.

### Przesłanki i funkcje wyceny przedsiębiorstw w kontekście migracji wartości

Istnieją różne przesłanki wyceny przedsiębiorstw. Nieustannie zachodzące procesy migracji wartości przedsiębiorstw wymagają operacjonalizacji, której podstawą jest wycena wartości przedsiębiorstwa. Migracja wartości stanowi aktualnie jeden z kierunków rozwoju zagadnień związanych z pomiarem wartości przedsiębiorstwa, urzeczywistniając nową przesłankę wyceny przedsiębiorstw. Przesłankę tę można zaliczyć do ogólnej grupy związanej z koncepcją zarządzania przez wartość, która wyłoniona została ze względu na postęp w teorii i praktyce zarządzania przedsiębiorstwem.

A. Jaki akcentuje wzrost znaczenia roli funkcji informacyjnej: „rozszerzenie zakresu wykorzystania wyników wyceny przedsiębiorstw, zwłaszcza przez otoczenie przedsiębiorstw, co wiąże się ze wzrostem doniosłości funkcji informacyjnych wyceny”<sup>3</sup>.

Pomiar wartości przedsiębiorstwa spełnia określone funkcje. Zasadniczo wielość funkcji wyceny wynika ogólnie z<sup>4</sup>:

- różnorodności przesłanek wyceny,
- różnych aspektów wartości przedsiębiorstwa – możliwości różnego traktowania wycenianego obiektu i wynikającego z tego współlistnienia wielu wartości przedsiębiorstwa,
- subiektywizmu wartości jako kategorii ekonomicznej i związanych z tym różnych oczekiwań odnoszących się do rezultatów wyceny.

W literaturze przedmiotu wymieniane są następujące funkcje wyceny przedsiębiorstw:

- argumentacyjna (uzasadniająca),
- doradcza (decyzyjna),
- informacyjna,
- pośrednicząca (mediacyjna),
- zabezpieczająca,
- zarządcza.

Funkcja informacyjna wyceny pełni rolę zaspokojenia potrzeb informacyjnych w zakresie sytuacji ekonomicznej, a także możliwości rozwojowych<sup>5</sup>. Wycena przedsiębiorstwa w kontekście pomiaru migracji wartości pełni funkcję informacyjną (inaczej mówiąc informacji zewnętrznej bądź komunikacyjną), która poprzez monitoring aktualnej wartości

---

<sup>3</sup> A. Jaki: *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Zakamycze 2000, s. 141–142.

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 58.

<sup>5</sup> B. Nita: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 57.

przedsiębiorstwa nadsyła informacje dotyczące oczekiwań inwestorów w zakresie kształtowania efektywności ekonomiczno-finansowej. Wiąże się to ściśle z funkcją zarządczą wyceny przedsiębiorstw, powstałej na potrzeby koncepcji zarządzania przez wartość. Znajomość ceny zarządzanej spółki kapitałowej jest niezbędna w procesie maksymalizowania jej wartości.

### **Kategoria wartości i metody wyceny przedsiębiorstwa dla celu pomiaru migracji wartości**

Migracja wartości przedsiębiorstw jest procesem dynamicznym w czasie. Stąd dla potrzeb jego pomiaru należy posługiwać się metodami wyceny, które uwzględniają dynamiczny charakter zmiany wartości w określonym czasie. Podyktowane jest to wymogiem odnoszenia bieżącej wartości przedsiębiorstwa do bazowego okresu poprzedzającego w celu realizacji pomiaru migracji wartości przedsiębiorstw.

W literaturze przedmiotu istnieje wiele kategorii wartości przedsiębiorstwa, tj.:

- wartość księgową (*book value*),
- skorygowana wartość księgową (*adjusted book value*),
- wartość likwidacyjną (*liquidation value*),
- wartość odtworzeniową (*reproduction value*),
- wartość ekonomiczną (*economic value*),
- wartość rynkową (*market value*).

Wycenę należy traktować jako dynamiczny pomiar ekonomiczny, odnoszący się do procesów gospodarczych i towarzyszących im przepływów finansowych<sup>6</sup>. Nie wszystkie z powyższych kategorii można zastosować na potrzeby pomiaru migracji wartości przedsiębiorstw. W celu prawidłowej kwantyfikacji rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa należy posługiwać się wartością rynkową lub wartością ekonomiczną, jako przybliżenie wartości wewnętrznej spółki kapitałowej, której zmiany w danym czasie stanowią podstawę pomiaru procesu migracji wartości.

Wycena rynkowa oparta jest na założeniu, iż najbardziej odpowiednią podstawą kwantyfikacji wartości przedsiębiorstwa jest jego aktualna cena akcji notowana na rynku giełdowym. M. Michalski definiuje wartość rynkową w następujący sposób: „wartość rynkowa odzwierciedla najbardziej prawdopodobną cenę, przy której dany walor stałby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku, z zachowaniem wszelkich warunków rzetelnej transakcji, a kupujący i sprzedający działają racjonalnie, bez specyficznych motywacji i na podstawie dostatecznych informacji”<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> W. Patena: *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 25.

<sup>7</sup> M. Michalski: *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, Wig-Press, Warszawa 2001, s.10.

Z punktu widzenia pomiaru migracji wartości przedsiębiorstw, miarodajną metodą wyceny wartości przedsiębiorstwa jest wartość rynkowa (kapitalizacja rejestrowa), polegająca na iloczynie liczby wyemitowanych akcji i ich aktualnej cenie akcji, tj.

$$E = V_n = p \times N \quad (1)$$

gdzie:

- $E$  – wartość rynkowa kapitału własnego,
- $V_n$  – wartość rynkowa netto przedsiębiorstwa,
- $p$  – bieżący kurs akcji,
- $N$  – liczba wyemitowanych akcji.

Rzeczywistą wartość rynkową odzwierciedla w sposób co najmniej dostateczny i wystarczający cena rynkowa akcji, przy założeniu dysponowania przez obie strony transakcji kupna-sprzedaży papierów udziałowych pełną informacją o przedsiębiorstwie, a także działając w sposób racjonalny i nie pod przymusem.

Jest to stanowisko określane przez R. Borowieckiego, A. Jakięgo i J. Kaczmarka jako podejście mieszane – absolutystyczno-relatywistyczne – zakładające, iż: „jedyną właściwą wartością przedsiębiorstwa jest wartość wyznaczona bezpośrednio na rynku na podstawie faktycznie istniejącego popytu i podaży (wartość rynkowa)”<sup>8</sup>.

Wartość rynkową przedsiębiorstwa można oszacować za pomocą metod porównawczych, które wykorzystują odpowiednio wyspecyfikowane mnożniki, oparte na określonej wielkości ekonomicznej w odniesieniu do bazy porównawczej odpowiednich przedsiębiorstw. Metoda porównań rynkowych polega na założeniu *prawa ceny* (*Law of the One Price*), zakładającego, że dwa jednakowe aktywa powinny posiadać tę samą cenę. Jednakże dobór odpowiednich wielkości ekonomicznych oraz grupy przedsiębiorstw-wzorców jest w ujęciu metodycznym podejściem wysoce dyskusyjnym. W tym miejscu zauważyć należy, iż urzeczywistnienie teorii *prawa ceny* w praktyce uniemożliwia zastosowanie teorii *arbitrażu*. Z drugiej strony, w przypadku niespełnienia w rzeczywistości warunku *prawa ceny*, pojawiają się arbitrażyści, którzy poprzez swoje działania doprowadzają do wyrównania ceny tych samych aktywów na różnych rynkach. Metoda porównawcza posiada jednak wady w postaci subiektywizmu doboru odpowiedniego mnożnika, jak również przede wszystkim doboru odpowiedniego przedsiębiorstwa wzorcowego. Stąd wycena rynkowa metodą porównawczą nie powinna być stosowana do pomiaru migracji wartości przedsiębiorstw. Migracja wartości danego przedsiębiorstwa determinowana byłaby w wysokim stopniu migracją wartości przedsiębiorstwa wzorcowego, wykorzystywanego w metodzie wyceny porównawczej.

---

<sup>8</sup> R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, s. 62.

Jeżeli dane przedsiębiorstwo nie jest notowane na rynku giełdowym, wówczas należy zastosować metodę dochodową wyceny wartości spółki. Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa stanowi wymierne przybliżenie wartości rynkowej, przy spełnieniu założenia efektywności rynku kapitałowego w formie co najmniej słabej. Stąd wartość rynkowa oraz wartość ekonomiczna stanowią rzetelny wynik wyceny i kategorii te należy postrzegać jako podstawę pomiaru dynamicznych procesów migracji wartości przedsiębiorstw.

Dochodowa metoda wyceny wartości aktywów przedsiębiorstwa jest jedną z powszechniej stosowanych. Podejście to jest jednocześnie skomplikowane metodycznie i sprawia wiele trudności, szczególnie w praktycznym aspekcie wyceny. Procedura szacowania wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa jest najlepszym przybliżeniem jego wartości rynkowej. Wycenę ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa, opartej na przewidywanej przyszłej zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów, najczęściej wykonuje się za pomocą metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF – *Discounted Cash Flow*).

Wartość operacyjną przedsiębiorstwa dla wszystkich inwestorów ( $V$ ), szacowaną metodą zdyskontowanych przepływów operacyjnych, wyraża się za pomocą następującej formuły:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + (1+WACC)^{-n} \cdot \frac{FCF_{n+1}}{WACC - q} \quad (2)$$

gdzie:

$FCF_t$  ( $t = 1, 2, \dots, n$ ) – wolne przepływy pieniężne, generowane przez przedsiębiorstwo w wyrażnie oznaczonym horyzoncie prognozy,

$FCF_{n+1}$  – wolny przepływ pieniężny w pierwszym roku po wyrażnie oznaczonym horyzoncie prognozy ( $n$ ),

$WACC$  – średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital*),

$q$  – stałe tempo wzrostu  $FCF$  po wyrażnie oznaczonym horyzoncie prognozy.

W celu kalkulacji wartości przedsiębiorstwa netto, stanowiącego wartość kapitału własnego, obliczoną wartość spółki należy pomniejszyć o wszelkie zobowiązania, jakie przedsiębiorstwo posiada w dniu wyceny, tj.

$$V_n = V - D \quad (3)$$

Dynamiczny aspekt wartości zawarty jest w stopie dyskonta, fundamentalnego elementu w procesie wyceny wartości ekonomicznej spółki kapitałowej. Odróżnia to ściśle pojęcie wartości od pieniądza w kontekście ich pomnażania. Wyrażnie podkreśla to M. Dobija: „Wartość to podstawowa kategoria myślenia ekonomicznego. Niedopuszczalnym uproszczeniem jest zastępowanie kategorii wartości kategorią ceny i pieniądza. Pomnażanie wartości – wielki cel społeczny z pozytywnym wydźwiękiem moralnym – jest procesem pierwotnym, znajdującym tylko częściowe odbicie w pieniądzu. Prawidłowe rozumowanie ekonomiczne zawsze uwzględnia dynamiczny aspekt wartości. Z dynamiki

wartości wywodzi się koncepcja dyskonta, która umożliwi prawidłowy rachunek wartości w czasie i pozwala odróżnić inflację pieniądza od rzeczywistego pomnażania wartości<sup>9</sup>.

Należy wspomnieć, że postulat dynamicznej wyceny przedsiębiorstwa spełniają modele empiryczno-indukcyjne. Metoda wyceny przedsiębiorstwa oparta jest na odpowiednio wyspecyfikowanym jednorównaniowym modelu ekonometrycznym, gdzie zmienną objaśnianą jest wartość przedsiębiorstwa, zaś zmienne objaśniające stanowią szereg kategorii ekonomicznych wycenianej spółki. Modele te posiadają jednak wady, takie jak niestabilność współczynników kierunkowych regresji modelu czy brak zgodności co do zastosowania zmiennych objaśniających. Natomiast niewątpliwą ich zaletą jest możliwość dynamicznej wyceny przedsiębiorstwa.

Charakteru dynamicznej wyceny nie posiadają metody majątkowe. Wycena majątku spółki, czy to na podstawie wartości bilansowej, czy też na podstawie wartości odtworzeniowej, nie posiada atrybutu wyceny możliwości generowania przepływów pieniężnych w przyszłości, a także wartości dodanej dla akcjonariuszy. Wycena majątkowa przedsiębiorstwa ujmuje wartość aktywów zgromadzonych w przedsiębiorstwie w sposób statyczny, traktując poszczególne składowe majątku oddzielnie. Pomijana jest zatem dodatkowa wartość, wynikająca z efektu synergii wykorzystywania aktywów łącznie w całej organizacji. Ponadto generowanie nadwyżki wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa ponad wartość substancji majątkowej wykorzystywanej do prowadzenia działalności operacyjnej stanowi wymierny efekt koncepcji zarządzania przez wartość. Metody mieszane, uwzględniające w pewnej części wartość majątkową, z tych samych powodów nie posiadają charakteru wyceny dynamicznej. Stąd wycena wartości przedsiębiorstwa metodami majątkowymi i mieszаныmi nie powinna stanowić podstawy pomiaru procesów migracji wartości.

## Podsumowanie

Zachodzące procesy migracji wartości przedsiębiorstw uwarunkowały nowy kierunek rozwoju dociekań teoretyczno-metodycznych w zakresie wyceny przedsiębiorstwa. Zmiany wartości przedsiębiorstwa w określonym czasie urzeczywistniły nową przesłankę wyceny, którą można zaliczyć do grupy przesłanek związanych z koncepcją zarządzania przez wartość. Metody dochodowe i rynkowe wyceny wartości przedsiębiorstwa, poprzez ich dynamiczny charakter, spełniają warunki konieczne w celu realizacji pomiaru procesów migracji wartości przedsiębiorstw. W tym aspekcie wycena przedsiębiorstwa pełni funkcję informacyjną oraz zarządczą.

## Literatura

Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J.: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1999.

---

<sup>9</sup> M. Dobija: *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 15.

- Dobija M.: *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Jaki A.: *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- Kasiewicz S., Mączyńska E.: *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.
- Michalski M.: *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, Wig-Press, Warszawa 2001.
- Nita B.: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Patena W.: *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa. Metody wyceny w praktyce*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Zarzecki D.: *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

*dr Dariusz Siudak*  
*Politechnika Łódzka*  
*Wydział Organizacji i Zarządzania*  
*Instytut Nauk Społecznych i Zarządzania Technologiami*  
*Zakład Ekonomii*

### **Streszczenie**

W artykule przedstawiono problematykę wyceny wartości przedsiębiorstwa z perspektywy zachodzących na rynku kapitałowym procesów migracji wartości. Migracja wartości zrodziła nową przesłankę wyceny przedsiębiorstwa, zaliczającą się do grupy przesłanek związanych z koncepcją zarządzania przez wartość. Podjęto próbę identyfikacji przesłanki, funkcji i metody wyceny, a także kategorii wartości przedsiębiorstwa z uwagi na migrację wartości i potrzebę jej pomiaru.

### **ENTERPRISE VALUATION WITH RESPECT TO VALUE MIGRATION**

#### **Summary**

This paper discusses enterprise valuation from the perspective of value migration occurring on the capital market. Value migration created a new reason for enterprise valuation drawn on the value based management theory. Thus, an attempt was made to identify the reasons, function and methods of both valuation and enterprise value with regard to value migration and its measurement.

