
Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa

Andrzej Jaki



Oficyna
a Wolters Kluwer business

<i>M. Żemigala</i>	SPOŁECZNA ODPOWIEDZIALNOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA Budowa zdrowej, efektywnej organizacji
<i>A. Fornalczyk</i>	BIZNES A OCHRONA KONKURENCJI
<i>pod red. K. Winiarskiej</i>	RACHUNKOWOŚĆ ZAAWANSOWANA
<i>W. Rogowski</i>	RACHUNEK EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI
<i>B. Kołosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka</i>	STRATEGIE FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW
<i>P. Dittmann</i>	PROGNOZOWANIE W PRZEDSIĘBIORSTWIE Metody i ich zastosowanie
<i>E. Walińska</i>	MIĘDZYNARODOWE STANDARDY RACHUNKOWOŚCI Ogólne zasady pomiaru i prezentacji pozycji bilansu i rachunku wyników
<i>M. Ciechan-Kujawa</i>	RACHUNEK KOSZTÓW JAKOŚCI Wykorzystanie w zarządzaniu przedsiębiorstwem
<i>W. Rogowski, A. Michalczewski</i>	ZARZĄDZANIE RYZYKIEM W PRZEDSIĘWZIĘCIACH INWESTYCYJNYCH Ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej
<i>pod red. M. Poszwy</i>	ROZLICZENIA PODATKOWE PRZEDSIĘBIORCY
<i>H. Waniak-Michalak</i>	POZABANKOWE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW Fundusze pożyczkowe, fundusze poręczeniowe, rynek <i>venture capital</i>
<i>pod red. E. Nowaka i B. Nity</i>	BUDŻETOWANIE W PRZEDSIĘBIORSTWIE Organizacja, procedury, zastosowanie
<i>S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan</i>	FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW (podręcznik)
<i>Z. Krysiak</i>	RYZYSKO KREDYTOWE A WARTOŚĆ FIRMY Pomiar i modelowanie
<i>pod red. R. Szewczyka</i>	BANKOWA OBSŁUGA FIRMY Rachunki, rozliczenia pieniężne, kredyty inwestycyjne
<i>I. Sobol</i>	FAKTORING MIĘDZYNARODOWY Sposób na finansowanie eksportu
<i>M. Tokarski</i>	FAKTORING W MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTWACH Forma krótkoterminowego finansowania działalności
<i>A. Kister</i>	ZARZĄDZANIE KOSZTAMI JAKOŚCI Sposób na poprawę efektywności przedsiębiorstwa
<i>pod red. E. Nowaka</i>	STRATEGICZNE ZARZĄDZANIE KOSZTAMI
<i>D. Wędzki</i>	STRATEGIE PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli

Pełna oferta wydawnicza jest dostępna na stronie www.profinfo.pl

Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa

Andrzej Jaki

wydanie IV poszerzone

Kraków 2008



Oficyna
a Wolters Kluwer business

Recenzent I wydania
Prof. dr hab. Stefan Wrzosek, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

Projekt graficzny okładki
Barbara Widlak

Zdjęcie wykorzystane na okładce
Agata Majkowska

Konsultacja merytoryczna
Krzysztof Jonas

Redaktor
Agata Sularz
Joanna Hóldys

Redaktor techniczny
Janina Burek

Korekta
Agnieszka Suchenia
Joanna Hóldys

© Kantor Wydawniczy Zakamycze 2000
© Oficyna Ekonomiczna, Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o. 2004, 2006
© Copyright by Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o. 2008
All rights reserved.

ISBN 978-83-7526-174-5

Wydanie IV poszerzone
Wydania I–III ukazały się pod tytułem *Wycena przedsiębiorstwa*

Wydane przez:
Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Książek
01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a
tel. 022 535-80-00
31-156 Kraków, ul. Zacisze 7
tel. 012 630-46-00
e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

Księgarnia internetowa: www.profinfo.pl

Łamanie: Wydawnictwo „jak” Andrzej Choczewski

Druk i oprawa: Drukarnia Paper&Tinta
ul. Bardowskiego 4, 03-887 Warszawa

Spis treści

O autorze	7
Wstęp	9
1. Przedsiębiorstwo jako obiekt wyceny	13
Restrukturyzacja procesów gospodarczych a wycena przedsiębiorstw w Polsce ...	13
Kapitał jako źródło wartości przedsiębiorstwa	16
Wartość jako kategoria ekonomiczna a przedsiębiorstwo	21
Wartość w strukturze celów przedsiębiorstwa.....	27
Zakresy wyceny przedsiębiorstwa i determinanty jego wartości	32
2. Uwarunkowania i elementy wyceny przedsiębiorstwa.....	40
Pomiar wartości jako podstawa wyceny przedsiębiorstwa	40
Przesłanki i funkcje wyceny przedsiębiorstwa.....	45
Formalnoprawne uregulowania wyceny przedsiębiorstwa.....	52
Procedura wyceny przedsiębiorstwa	64
Uwzględnianie zmiany wartości kapitału w czasie w wycenie przedsiębiorstwa....	70
3. Metody wyceny przedsiębiorstw	79
Systematyka metod wyceny przedsiębiorstw.....	79
Metody majątkowe w procesie wyceny przedsiębiorstwa	87
Dochodowa wycena przedsiębiorstwa – przedsiębiorstwo jako forma inwestycji	92
Wartość reputacji w mieszanych metodach wyceny przedsiębiorstwa	108
Syntetyczne ujęcie metod wyceny – rachunek pomiaru i oceny wartości przedsiębiorstwa.....	117

4. Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa	126
Globalne uwarunkowania funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstw.....	126
Ewolucja typów własności a kontrola właścicielska w przedsiębiorstwie	133
Kształtowanie wartości w procesie pomiaru i oceny efektywności przedsiębiorstwa.....	144
Determinanty kreowania wartości przedsiębiorstwa.....	158
Kreowanie wartości w ocenie efektywności restrukturyzacji przedsiębiorstwa	162
Kreowanie wartości jako podstawa motywowania w przedsiębiorstwie	167
Zakończenie	175
Literatura	181
Wybrane akty prawne	193
Indeks	195

0 autorze

Andrzej Jaki – absolwent Akademii Ekonomicznej w Krakowie (1990 r.), doktor nauk ekonomicznych (1996 r.), od 1991 roku pracownik naukowo-dydaktyczny Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie – obecnie adiunkt w Katedrze Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw. W latach 1999–2005 dziekan Wyższej Szkoły Biznesu w Tarnowie. W latach 1998–2001 Prezes Zarządu Krakowskiego Oddziału Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa. Rzeczoznawca TNOiK w zakresie finansów, inwestycji i kosztów (upr. nr 450/1993). Autor i współautor publikacji naukowych z zakresu problematyki wyceny i zarządzania wartością przedsiębiorstwa, zarządzania finansami i analizy ekonomicznej przedsiębiorstw oraz restrukturyzacji przedsiębiorstw. Współautor m.in. takich publikacji książkowych, jak: *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, *Strategia gospodarowania kapitałem w przedsiębiorstwie. Zagadnienia wybrane*, *Zarządzanie restrukturyzacją przedsiębiorstw. Aspekt teoretyczno-praktyczny*, *Analiza i diagnostyka ekonomiczna w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, *Efektywność przedsięwzięć rozwojowych*. *Metody – analiza – przykłady*.

Autor i współautor kilkudziesięciu prac ekspercko-wdrożeniowych z zakresu wyceny, restrukturyzacji, prywatyzacji oraz analizy ekonomicznej przedsiębiorstw, wykonanych na rzecz praktyki gospodarczej.

Wstęp

Przebudowa polskiej gospodarki zainicjowana na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku miała na celu stworzenie warunków dla powszechnego wprowadzenia zasad gospodarowania, właściwych gospodarce rynkowej. Osiągnięcie tak wytyczonego celu wymagało przeprowadzenia wielokierunkowych działań, takich jak prywatyzacja, komunalizacja, restrukturyzacja czy też komercjalizacja przedsiębiorstw. Zmiany zachodzące w strukturach własnościowych przedsiębiorstw – wynikające nie tylko z realizacji procesów prywatyzacji, lecz również wielokierunkowej restrukturyzacji – wymagały także odmiennego podejścia do zagadnień zarządzania przedsiębiorstwem oraz kryteriów i metod oceny jego efektywności. Przygotowanie oraz wdrażanie wymienionych działań wymagało m.in. zastosowania różnych zakresów wyceny w stosunku do przedsiębiorstw poddawanych przekształceniom.

Konieczność przeprowadzania tego rodzaju wycen była impulsem do pojawienia się, a następnie rozwoju i upowszechnienia w Polsce metod oraz procedur wyceny przedsiębiorstw, właściwych współczesnym gospodarkom rynkowym. W ten sposób zagadnienia wchodzące zarówno w zakres wyceny przedsiębiorstwa jako całości, jak i wyceny poszczególnych rodzajów składników jego majątku, zajęły trwałe miejsce w rodzimej praktyce gospodarczej.

Przełom XX i XXI wieku unaoczniał nowy ważny obszar zastosowania wyceny przedsiębiorstw. Jest to związane z powstaniem oraz szybkim rozwojem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*value based management*, VBM) oraz przeobrażeniami, jakimi w związku z tym podlegają również systemy oceny efektywności przedsiębiorstw. W warunkach wszechobecnego dziś kapitalizmu inwestorskiego oraz rosnącej roli korporacji międzynarodowych w strukturach własnościowych dużych przedsiębiorstw, pomiar oraz analiza procesów kształtowania wartości przedsiębiorstwa stają się bowiem podstawowym elementem oceny ich atrakcyjności jako miejsca lokowania kapitału.

Wzrostowi zainteresowania wyceną przedsiębiorstw ze strony praktyki gospodarczej towarzyszyło włączenie tych zagadnień w proces kształcenia zarówno w ramach studiów licencjackich oraz magisterskich, jak i w obrębie studiów podyplomowych bądź też innych form doskonalenia zawodowego (kursy, szko-

lenia, seminaria itp.). Problematyka wyceny przedsiębiorstw znalazła się także w minimach programowych opracowanych przez Ministerstwo Budownictwa, odnoszących się do planu i programu studiów podyplomowych z zakresu wyceny nieruchomości, których ukończenie pozwala ubiegać się o uzyskanie uprawnień rzeczoznawcy majątkowego¹.

Stąd też, przyjmując zakres przedmiotowy niniejszej książki, postanowiłem dostosować go przede wszystkim do wspomnianych potrzeb dydaktycznych, pamiętając zarazem o konieczności odnoszenia prowadzonych rozważań do praktyki realizacji wycen przedsiębiorstw w Polsce. Dlatego w oddawanym do rąk czytelnika opracowaniu prezentuję w istocie tylko zarys problematyki wyceny przedsiębiorstw, skupiając swoją uwagę na warstwie teoretyczno-metodycznej podjętego zagadnienia, co nie znaczy, że nie mogą z niego korzystać praktycy, którzy na co dzień stykają się z potrzebą przeprowadzenia w różnym zakresie wyceny przedsiębiorstwa.

W treści książki wskazać można na cztery warstwy prowadzonych rozważań, odpowiadające zawartości kolejnych rozdziałów:

- prezentacja przedsiębiorstwa jako obiektu wyceny wraz ze wskazaniem wyznaczników jego wartości, zakresów wyceny oraz ich odniesieniem do podstawowych zasad i warunków funkcjonowania współczesnych przedsiębiorstw;
- ukazanie praktycznej strony realizacji procesu wyceny przedsiębiorstwa przez pryzmat takich podstawowych kwestii, jak przesłanki, funkcje, zasady oraz procedury wyceny;
- zamieszczenie szczegółowej charakterystyki metod wyceny przedsiębiorstw, obejmującej zarówno ich istotę oraz warunki zastosowania, jak i zalety, wady oraz wiele innych czynników determinujących praktyczne wykorzystanie prezentowanych metod;
- scharakteryzowanie istoty, narzędzi oraz znaczenia pomiaru i oceny procesów kształtowania wartości przedsiębiorstwa jako odpowiedzi na reorientację strategii współczesnych przedsiębiorstw oraz związane z tym ukierunkowanie ich systemów zarządzania na pomnażanie wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Merytoryczną podstawę dla przygotowania niniejszej publikacji stanowiły wszechstronne studia literatury, przeprowadzone badania empiryczne oraz liczne doświadczenia wyniesione ze współpracy z rzeczoznawcami majątkowymi.

¹ W związku ze zmianami struktury Rady Ministrów oraz związanymi z tym zmianami kompetencji poszczególnych ministerstw, kompetencje w zakresie nadawania uprawnień państwowych rzeczoznawcy majątkowego pozostawały kolejno w gestii: Ministerstwa Gospodarki Przestrzennej i Budownictwa, Ministerstwa Infrastruktury, Ministerstwa Transportu i Budownictwa, a obecnie Ministerstwa Budownictwa.

Ponadto bardzo pomocne okazały się również moje doświadczenia dydaktyczne, wynikające z prowadzenia już od blisko 15 lat wykładów, ćwiczeń i seminariów z problematyki wyceny przedsiębiorstw i zarządzania wartością przedsiębiorstwa w ramach studiów licencjackich, magisterskich i podyplomowych głównie na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie oraz w Wyższej Szkole Biznesu w Tarnowie, jak również zajęć na szkoleniach i kursach organizowanych przez Polską Federację Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

W prezentowanym, znacząco zmienionym wydaniu książki rozszerzono rozważania odnoszące się do problematyki zarządzania wartością przedsiębiorstwa oraz związanej z nią oceny procesów kształtowania jego wartości, poświęcając im dodatkowy, czwarty rozdział. W ten sposób zagadnienia odnoszące się do wąsko pojmowanej problematyki wyceny przedsiębiorstwa zostały poszerzone o ukazanie ważnego – z punktu widzenia oczekiwań współczesnej praktyki gospodarczej – obszaru zastosowania wspomnianej problematyki.

Andrzej Jaki

Kraków, sierpień 2007 r.

Przedsiębiorstwo jako obiekt wyceny

Restrukturyzacja procesów gospodarczych a wycena przedsiębiorstw w Polsce

Przemiany gospodarcze mające miejsce w gospodarce polskiej przez całą dekadę lat dziewięćdziesiątych XX wieku wraz z osiągnięciem ich głównego celu, jakim było i jest budowanie nowoczesnej i rozwiniętej gospodarki rynkowej, przyniosły wiele istotnych zmian w sposobie postrzegania przedsiębiorstw jako podmiotów gospodarujących. Wyeksponowana została – poprzednio niewystarczająco dostrzegana z powodu dominacji w gospodarce własności państwowej – kategoria właściciela (właścicieli) przedsiębiorstwa, jako osoby inwestującej własne zasoby kapitałowe oraz czerpiącej określone korzyści z faktu pomnażania kapitału, a zatem bezpośrednio zainteresowanej bieżącą oraz perspektywiczną efektywnością funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego powodzeniem na rynku¹. W ten sposób przedsiębiorstwa zostały – obok upodmiotowienia ekonomicznego, związanego z praktycznym i powszechnym egzekwowaniem ich ekonomicznej odrębności – w pełni upodmiotowione prawnie, co wiąże się z przypisaniem własności, ryzyka i odpowiedzialności za skutki ich działania określonej osobie fizycznej bądź prawnej, która nie tylko czerpie korzyści, ale ponosi również ryzyko straty i bezpośrednią, materialną odpowiedzialność w sytuacji jej zaistnienia.

**przedsiębiorstwo
w gospodarce
rynkowej**

Ważnym czynnikiem, który stał się niejako stymulatorem zmiany sposobu widzenia w przedsiębiorstwach nie tylko ich funkcji wytwórczych, ale także coraz szerszego dostrzegania w nich szczególnej formy inwestycji, było powstanie w Polsce rodzimego rynku kapitałowego oraz szybki jego rozwój. Fakt ten zwrócił bowiem uwagę na bardzo istotny aspekt przedsiębiorstwa działającego w warunkach gospodarki rynkowej, jakim jest uznanie maksymalizacji

**przedsiębiorstwo
jako forma
inwestycji**

¹ Zob. Rappaport (1995), s. 1–2.

wartości rynkowej za podstawowy strategiczny cel jego działalności. W tym kontekście przedsiębiorstwo jest właśnie postrzegane jako forma inwestycji swoich właścicieli, oczekujących z tego tytułu wymiernych korzyści finansowych. Weryfikacja zasadności ponoszonych nakładów i ocena efektywności tego typu działalności inwestycyjnej wymaga wykorzystania odpowiednich metod i procedur umożliwiających oszacowanie bieżącej rynkowej wartości konkretnego przedsiębiorstwa².

wartość przedsiębiorstwa

Podnosząc ten problem, należy jednocześnie zdać sobie sprawę z faktu, że reguły funkcjonowania przedsiębiorstw w systemie gospodarki planowej oraz brak rynku kapitałowego wytworzyły stosunkowo jednostronny sposób postrzegania ich wartości, utożsamianej tylko z wartością kapitału realnego (materialnego) przedsiębiorstwa występującego pod postacią jego majątku, a całkowicie pomijającej wartość oddającą w sobie dynamiczny aspekt kapitału, wiążący się z procesem pomnażania jego wartości. Z tego też powodu przedmiotowy zakres wyceny, prowadzonej w ramach istniejących wówczas uwarunkowań zewnętrznych, ograniczał się właściwie do szacowania wartości poszczególnych składników majątku przedsiębiorstwa i służył głównie celom ewidencyjnym oraz porównawczym. Logika funkcjonowania gospodarki rynkowej sprawia natomiast, że przedsiębiorstwa są oceniane przez inwestorów głównie przez pryzmat ich zdolności do generowania dochodów, czemu obok właściwego wyposażenia majątkowego służy wiele innych elementów, związanych m.in. z właściwą organizacją produkcji i systemem zarządzania przedsiębiorstwem, konkurencyjnością wyrobów, profesjonalizmem zatrudnionych pracowników oraz pozostałymi składnikami mającymi często charakter pozamaterialny, które jednak pozwalają na kreowanie tzw. wartości reputacji (*goodwill*). Tę ostatnią wiązać można z wyzwaniem się efektu synergii systemowej w obrębie przedsiębiorstwa, jako jednego z podstawowych systemów ekonomicznych, co w rezultacie przyczynia się do wzrostu ogólnej wartości rynkowej całego przedsiębiorstwa. Konsekwencją tego jest fakt, iż może ona często w znacznym stopniu odbiegać od wartości jego substancji majątkowej.

wycena przedsiębiorstwa

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych powszechny proces wyceny kapitału, a w rezultacie i przedsiębiorstw, odbywa się bezpośrednio na rynku kapitałowym w toku masowo zawieranych transakcji kupna–sprzedaży. Na podstawie tego rodzaju bezpośredniej wyceny rynkowej kraje te wypracowały wiele metod oraz procedur umożliwiających w sposób pośredni oszacowanie również wartości przedsiębiorstw, których akcje (udziały) nie znajdują się w powszechnym obrocie rynkowym bądź też trafiają do niego sporadycznie. W tym kontekście można

² Borowiecki, Jaki, Kaczmarek (1998), s. 18.

stwierdzić, że dla celów przeprowadzania wycen przedsiębiorstw w Polsce niezbędne było znalezienie odpowiedniego instrumentarium metodycznego, umożliwiającego wycenę przedsiębiorstw właśnie w sposób pośredni, posługując się opracowanym w tym celu rachunkiem ekonomicznym, co było uzasadnione ze względu na brak dostatecznie rozwiniętego rynku kapitałowego w naszym kraju oraz ograniczoną liczbę możliwych do wykorzystania instrumentów z nim związanych (zwłaszcza w pierwszej połowie lat dziewięćdziesiątych XX wieku). Taki sposób pojmowania wyceny przedsiębiorstwa sprawia, że pod jej pojęciem rozumieć należy ogół czynności wykonywanych zgodnie z regułami sztuki wyceny, prowadzących do wskazania szacunkowej (prawdopodobnej, oczekiwanej) wartości przedsiębiorstwa w danym momencie w ramach wyraźnie określonych warunków gospodarczego funkcjonowania przedsiębiorstwa³.

Jednocześnie należy pamiętać, że istniejąca od początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku potrzeba prywatyzacji przeważających wówczas przedsiębiorstw państwowych wywołała duże zapotrzebowanie na przeprowadzenie ich wyceny, która stała się jednym z podstawowych i nieodzownych składników procedur prywatyzacyjnych w Polsce. To właśnie problem z wyceną prywatyzowanych rodzimych przedsiębiorstw unaoczniał w sposób szeroki i powszechny wspomnianą uprzednio kategorię wartości przedsiębiorstwa, jej uwarunkowania oraz metody służące jej szacowaniu. Wszystko to spowodowało, że problematyka wyceny przedsiębiorstw była (i ciągle jeszcze do pewnego stopnia jest) ściśle utożsamiana z procesem prywatyzacji. Stworzyło to sytuację, w której wycena przedsiębiorstwa traktowana była jako rodzaj „jednorazowego przedsięwzięcia”, związanego z przejściem własności państwowej we własność prywatną⁴. Doświadczenia wyniesione z późniejszego okresu, zgodne zresztą z praktyką innych gospodarek rynkowych, udowodniły bowiem, że wielokierunkowa restrukturyzacja procesów gospodarczych w Polsce przyczynia się także do ewoluowania roli i znaczenia wyceny przedsiębiorstw w naszej gospodarce od traktowania jej jako instrumentu zarządzania po narzędzie dokonywania analiz strategicznych⁵.

Zważywszy na niewielkie własne, krajowe doświadczenia w dziedzinie wyceny przedsiębiorstw (zwłaszcza w kompleksowym ujęciu przedsiębiorstw jako systemów ekonomicznych), zaistniała konieczność skorzystania z dorobku innych krajów – poznania go, krytycznej analizy oraz wskazania możliwości wykorzystania w Polsce. Odmienność warunków, w jakich przyszło wprowadzać na grunt polskiej gospodarki doświadczenia

**wycena
a prywatyzacja
przedsiębiorstw
w Polsce**

**uwarunkowania
wyceny
przedsiębiorstw
w Polsce**

³ Herman, Szablewski (1999), s. 103.

⁴ Herman, Szablewski (1999), s. 101.

⁵ Szerzej problem ten opisano (w:) Borowiecki (1996), s. 156–162.

innych krajów, skłania w pierwszej kolejności do podjęcia trudu usystematyzowania wspomnianego dorobku, a dopiero w dalszej kolejności do poszukiwania własnych – dostosowanych do polskich realiów – rozwiązań i standardów w tym zakresie.

Wskazując na taki tok postępowania, należy mieć na względzie przede wszystkim fakt, że tworzeniu kompleksowej koncepcji prowadzenia szeroko rozumianego procesu wyceny przedsiębiorstw winien przyświecać jeden podstawowy cel – umożliwienie racjonalizacji podejmowania decyzji, których celem jest wskazanie adekwatnej wartości przedsiębiorstwa. Stanie się to możliwe dzięki wskazaniu narzędzi umożliwiających obiektywizację procedury szacowania wartości zarówno całego przedsiębiorstwa, jak i poszczególnych składników jego majątku. Należy mieć zarazem świadomość, że na problematykę przeprowadzania wyceny przedsiębiorstw składa się wiele szczegółowych kwestii, często wykraczających poza sferę nauk ekonomicznych, a odnoszących się również do takich dziedzin nauk technicznych, jak budownictwo, geodezja, architektura czy też pozostających, choć zapewne z innego punktu widzenia, w gestii nauk prawnych. W tym kontekście problematyka wyceny przedsiębiorstw może się stać również przedmiotem badań o charakterze interdyscyplinarnym.

Kapitał jako źródło wartości przedsiębiorstwa

pojęcie i cechy przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwa, jako podmioty realnej sfery gospodarki, stanowią jedyne miejsca, gdzie powstają nowe wartości odzwierciedlane później pod postacią dochodu narodowego. Tworzenie i pomnażanie wartości stanowi rezultat szeroko rozumianego gospodarowania, w trakcie którego zachodzą procesy produkcji, podziału, wymiany oraz konsumpcji, przyjmujące zorganizowany i celowy charakter⁶. W ich efekcie mamy do czynienia ze zmianą jednego zbioru dóbr na inny zbiór o wyższej wartości, czyli właśnie ze wspomnianym tworzeniem w ramach przedsiębiorstwa nowych wartości⁷. Przebieg i logika procesów tworzenia wartości opierają się na jednoczesnym dostrzeganiu w przedsiębiorstwie jednostki techniczno-organizacyjnej (stanowiącej przykład zorganizowania i skorelowania ze sobą różnych postaci zasobów gospodarczych), ekonomiczno-finansowej (gdzie inwestowany jest kapitał, ponoszone są bieżące finansowo wymierne nakłady oraz uzyskiwane są efekty gwarantujące racjonalność i efektywność prowadzonej działalności) oraz prawnej (jako konsekwencji prawnego

⁶ Zob. Gruszecki (1989), s. 105 oraz Bea, Dichtl, Schweitzer (1988), s. 16–20.

⁷ Hicks (1975), s. 146–147.

upodmiotowienia każdego przedsiębiorstwa i jego funkcjonowania w określonej formie organizacyjno-prawnej)⁸.

Poszukując źródeł wartości przedsiębiorstwa, traktowanego w gospodarce rynkowej, o czym wspomniałem już w poprzednim podrozdziale, jako szczególna forma inwestycji, należy skupić uwagę na jego ekonomiczno-finansowym aspekcie. Z tym ostatnim jest bowiem związana jedna z najbardziej podstawowych kategorii ekonomicznych, a mianowicie kategoria „kapitału”.

**kapitał jako
podstawa
funkcjonowania
przedsiębiorstwa**

Kapitał stanowi atrybut każdego sprawnie funkcjonującego systemu gospodarczego, opartego na obiektywnym oddziaływaniu mechanizmu rynkowego. W obrębie tego systemu powstają, funkcjonują i rozwijają się przedsiębiorstwa⁹. Wykładając kapitał na dane przedsięwzięcie gospodarcze, jego właściciele oczekują określonego zysku; wiążą więc ten fakt ze zjawiskiem pomnażania tegoż kapitału.

**pojęcie i cechy
kapitału**

Ta ostatnia cecha wynika z właściwości kapitału, jaką stanowi zdolność do wzrostu, czyli pomnażania jego wartości. Na istnienie tego rodzaju atrybutu kapitału wskazuje wiele jego definicji, w obrębie których wskazuje się między innymi na¹⁰:

- kapitał jako bogactwo zgromadzone w celu podjęcia dalszej produkcji,
- kapitał jako wynik procesu produkcyjnego przeznaczony do wykorzystania w toku dalszej produkcji,
- kapitał jako sumę będącą przedmiotem pożyczki.

Wynika z tego, że elementem związanym nieodłącznie z kategorią kapitału jest jego wartość. Biorąc ponadto pod uwagę fakt ścisłego powiązania tej kategorii ekonomicznej z kategorią przedsiębiorstwa, można stwierdzić, że wartość kapitału odzwierciedla jednocześnie aktualną rynkową wartość przedsiębiorstwa, w które został przez swoich właścicieli zaangażowany¹¹. Prowadzi to w konsekwencji do stwierdzenia, że nie istnieje tożsamość pomiędzy wartością majątku przedsiębiorstwa a wartością rynkową przedsiębiorstwa jako całości, co wynika z kolei z różnic w rozumieniu samego pojęcia kapitału. Pojęcie to w odniesieniu do przedsiębiorstwa może bowiem być utożsamiane z¹²:

**wartość kapitału
a wartość
przedsiębiorstwa**

⁸ Gruszecki (1989), s. 119–121; Lichtarski (1995), s. 16–19. Zob. także Gray (1994), s. 84 i następne. Należy zwrócić w tym miejscu uwagę na fakt, że prawne ujęcie istoty przedsiębiorstwa leży u podstaw rynkowego obrotu nim, co z kolei stanie się – jak to się zresztą okaże w dalszej części książki – ważnym elementem w procesie wyznaczania jego wartości i poszukiwania elementów kształtujących tę wartość.

⁹ Borowiecki, Czaja, Jaki (1998), s. 24.

¹⁰ Jerzemowska (1996), s. 13.

¹¹ Gruszecki (1989), s. 124.

¹² Bratnicki (1999a), s. 169–172; Borowiecki, Czaja, Jaki (1998), s. 23 oraz Duliniec (1998), s. 11.

- majątkiem przedsiębiorstwa, łączonym z pojęciem kapitału rzeczowego,
- zasobami finansowymi (kapitałami, funduszami) powierzonymi przedsiębiorstwu przez jego właścicieli (kapitał własny) i wierzycieli (kapitał obcy), łączonymi z pojęciem kapitału finansowego,
- całokształtem zaangażowanych w przedsiębiorstwie (celem pomnożenia) wewnętrznych i zewnętrznych, własnych i obcych, terminowych i nieterminowych środków bilansowych i pozabilansowych,
- zasobami gospodarczymi przedsiębiorstwa (finansowymi, rzeczowymi, rynkowymi, intelektualnymi, ludzkimi, organizacyjnymi, wynikającymi z powiązania przedsiębiorstwa z otoczeniem).

źródła wartości przedsiębiorstwa

Szukając w kapitale, jego cechach i naturze, źródeł wartości przedsiębiorstwa, należałoby skupić uwagę na najszerszym rozumieniu tej kategorii. Dostrzeganie w kapitale ogółu zasobów gospodarczych przedsiębiorstwa wydaje się zawierać w swojej merytorycznej treści pozostałe ze wskazanych odniesień. Jeśli przyjąć tego rodzaju konwencję potraktowania kapitału, właściwe będzie wskazanie jego wewnętrznej struktury, pozwalającej zidentyfikować cząstkowe źródła wartości przedsiębiorstwa, które określić można także mianem nośników wartości przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę zasygnalizowaną potrzebę szerokiego ujęcia kapitału, jak i równie uzasadnioną konieczność uwzględnienia pozostałych, węższych jego ujęć (znajdujących swoje zastosowanie m.in. w zakresie i sposobie uwzględniania kapitału w ewidencji księgowej przedsiębiorstwa), wskazać można na dwa podstawowe składniki kapitału przedsiębiorstwa, którymi są kapitał realny (materialny) oraz kapitał intelektualny.

kapitał realny

Kapitał realny obejmuje kapitał rzeczowy, czyli majątek (aktywa) przedsiębiorstwa, oraz kapitał finansowy, czyli kapitały, fundusze (pasywa) stanowiące źródła finansowania przedsiębiorstwa. Kapitał ten obejmuje zatem wszystkie te składniki zasobów gospodarczych przedsiębiorstwa, które przyjęło się określać wspólnym terminem zasobów bilansowych bądź bilansowych elementów potencjału przedsiębiorstwa¹³. Charakter i struktura kapitału rzeczowego (majątku) jest przy tym uzależniona głównie od rodzaju prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności. W przypadku kapitału finansowego wynika to zarówno z formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa (determinującej rodzaj i postać kapitału własnego), jak i z przyjętej strategii jego finansowania (mającej wpływ na strukturę kapitałową przedsiębiorstwa).

¹³ Zob. Lichtarski (1999), s. 35–38.

Jako drugi składnik kapitału przedsiębiorstwa wskazano tzw. kapitał intelektualny, stanowiący jego zasób (potencjał) pozabilansowy. Kapitał ten można zdefiniować jako sumę wiedzy posiadanej przez ludzi tworzących społeczność przedsiębiorstwa oraz umiejętności wykorzystania tej wiedzy z pożytkiem dla przedsiębiorstwa, co w konsekwencji pozwala na jej przekształcenie w składniki jego wartości¹⁴. Z takiego sposobu określenia kapitału intelektualnego wynika, iż jest on rezultatem zaangażowania zarówno osób bezpośrednio zatrudnionych w przedsiębiorstwie (pracowników przedsiębiorstwa), jak i innych związanych z nim w sposób ścisły, choć można rzec pośredni (takich jak właściciele, członkowie rad nadzorczych).

**kapitał
intelektualny**

Złożoność, jak również z pewnością większa niż w przypadku kapitału realnego trudność w zidentyfikowaniu kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, dowodzą konieczności szerszego ukazania jego wewnętrznych elementów składowych. W ich obrębie wyróżnić można¹⁵:

- kapitał ludzki, czyli ludzie trwale związani z przedsiębiorstwem i jego misją, charakteryzujący się umiejętnością współpracy, kreatywnością i właściwymi kwalifikacjami¹⁶, których dodatkowo integrują takie wymiary, jak motywacja, kompetentność oraz zręczność intelektualna;
- kapitał organizacyjny, w którego skład wchodzi kapitał innowacyjno-rozwojowy, struktura wewnętrzna działania przedsiębiorstwa oraz struktura zewnętrzna (związana z pozycją rynkową przedsiębiorstwa i jego powiązaniami zewnętrznymi);
- kapitał społeczny, na który składają się stosunki międzyludzkie, kapitał poznawczy i kapitał strukturalny. Kapitał społeczny wynika zatem z tzw. społecznych funkcji przedsiębiorstwa.

kapitał ludzki**kapitał
organizacyjny****kapitał
społeczny**

Zaprezentowana koncepcja ujęcia kapitału, traktowanego jako bezpośrednie źródło wartości przedsiębiorstwa, ma charakter statyczny. Wskazuje ona bowiem na potencjalne składniki wartości przedsiębiorstwa. Tego rodzaju podejście składnikowe do wartości przedsiębiorstwa, rozpatrywanej przez pryzmat kapitału, ma w związku z tym charakter postulatywny. Rzeczywisty wpływ poszczególnych częściowych źródeł na wartość przedsiębiorstwa stanowi rezultat nie tylko istniejącego potencjału jej postulowanych źródeł,

¹⁴ Bratnicki (1999b), s. 25.

¹⁵ Prezentowany podział kapitału intelektualnego zaczerpnięto z cytowanej pracy M. Bratnickiego, gdzie autor prezentuje szeroką koncepcję tego kapitału. Por. Bratnicki (1999), s. 23–33.

¹⁶ Herman, Szablewski (1999), s. 75.

lecz również (a może nawet przede wszystkim) charakteru, kierunku oraz intensywności przepływów pomiędzy kapitałem realnym a kapitałem intelektualnym, jak również w obrębie każdego z nich z osobna.

Stąd też analizując ten proces, mający swoje odbicie w funkcjonowaniu i rozwoju przedsiębiorstwa, należy wskazać na trzy odmienne, lecz zarazem współwystępujące grupy jego uwarunkowań:

- elementy składowe zasobów gospodarczych ujmowane z punktu widzenia osobowego, rzeczowego i finansowego;
- wewnętrzne i zewnętrzne czynniki kształtujące funkcjonowanie przedsiębiorstwa i będące elementami składowymi oraz zmiennymi procesu decyzyjnego mającego w nim miejsce;
- zewnętrzne warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa wynikające głównie z regulacyjnego oddziaływania państwa na przebieg procesów gospodarczych i na zachowania podmiotów obecnych na rynku.

**warunki
funkcjonowania
i rozwoju
przedsiębiorstwa**

Trzeci z przytoczonych składników związany jest przede wszystkim z warunkami, w których przedsiębiorstwo prowadzi działalność gospodarczą. Wynikają one generalnie z obowiązującego porządku prawnego oraz zakresu swobód, jakie on ze sobą niesie i jako takie dotyczą w jednakowym stopniu wszystkich przedsiębiorstw, a w konsekwencji w znikomym sposób są podatne na ich oddziaływanie¹⁷.

Jak łatwo dostrzec, składnik ten wyznacza zakres przestrzeni ekonomicznej dla funkcjonowania oraz rozwoju różnych podmiotów gospodarczych i w swojej treści ma charakter statyczny. Stanowi on bowiem zbiór warunków, których charakter oraz zakres wynika w znacznej części z uwarunkowań społeczno-ustrojowych i jest produktem historycznego rozwoju danej gospodarki. Właściwe wykorzystanie w toku prowadzonej działalności gospodarczej istniejących warunków, ich zorientowanie i zaangażowanie dla celów funkcjonowania oraz rozwoju przedsiębiorstw staje się ważnym czynnikiem warunkującym powodzenie przedsiębiorstwa na rynku¹⁸.

**czynniki rozwoju
przedsiębiorstwa**

Szczególnie istotne z punktu widzenia aktywnego kształtowania rozwoju przedsiębiorstwa są wymienione uprzednio uwarunkowania funkcjonowania i rozwoju przedsiębiorstwa. Wskazują one na aktywne i świadome zastosowanie kombinacji różnych zasobów gospodarczych, co wiąże się z ponoszeniem przez inwestora

¹⁷ Oczywiście silne grupy lobbystyczne przedsiębiorstw mogą w pewnym stopniu wpływać na zakres swobód gospodarczych oraz charakter niektórych wprowadzanych unormowań prawnych.

¹⁸ Rozróżnienie terminów „warunki” i „czynniki” w ogólnym odniesieniu do funkcjonowania różnych kategorii systemów ekonomicznych (w tym przedsiębiorstw) wprowadził S. Chomątowski. Zob. Chomątowski (1993), s. 37–42.