

Paweł Kosiń

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

WYCENA WARTOŚCI GODZIWEJ INSTRUMENTÓW KAPITAŁOWYCH W SPRAWOZDAWCZOŚCI SPÓŁEK

1. Wartość godziwa instrumentów kapitałowych a interpretacja wartości przedsiębiorstwa

Współczesne organizacje stają się coraz bardziej usieciowione, wirtualne, co zmienia znaczenie centralizacji i hierarchii. Wykorzystanie zasobów (w tym kompetencji) alokowanych poza przedsiębiorstwem oraz kształtowanie powiązań heterarchicznych, może być rozpatrywane jako reakcja na narastającą niepewność. Elastyczność modułowych organizacji sieciowych umożliwia im szybką reakcję na zmiany burzliwego otoczenia i dynamicznie kształtowanie portfela zasobów. Jest to osiągalne dzięki zwiększeniu stopnia elastyczności, zapewnieniu odpowiedniego potencjału bez ograniczeń właściwych dla rozwoju wewnętrznego, wykorzystaniu nadarzających się szans i okazji rynkowych oraz zwiększeniu dostępu do zasobów i informacji¹.

Ekspansja struktur sieciowych wywołuje narastanie specyficznych dla tej formacji problemów. Alokowanie części ogniw łańcucha wartości poza granicami organizacji wyznaczającymi jej odrębność podmiotową oznacza wzrost wartości aktywów ujawniających się w formie instrumentów kapitałowych w inwestycjach długoterminowych przedsiębiorstw². Wycena tych aktywów

¹ J. Child, D. Faulkner, S. Tallman: *Cooperative Strategy. Managing Alliances, Networks and Joint Ventures*. Oxford University Press, Oxford 2005, s. 147-148.

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

może w istotny sposób wpływać na postrzeganie przedsiębiorstwa przez interesariuszy, kształtując wartość aktywów trwałych oraz sumę bilansową, a także strukturę kapitału i wartość kapitału własnego.

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

Wśród różnorodnych definicji nie może zabraknąć wartości godziwej (*fair value*). Jako jedyna (poza wartością historyczną) została dookreślona na podstawie zasad rachunkowości finansowej⁴ i służy prezentacjom bilansowym. Jest to kwota, za jaką dany składnik aktywów w ogóle, a więc także wartości instrumentów kapitałowych, mógłby zostać wymieniony, a zobowiązania uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązanymi stronami. Takie brzmienie ma swe źródło w artykuł 28 ustawy o rachunkowości⁵, a także w MSR2 §6, MSR 32 §11, MSR 39 §8, MSSF1.

Celem wartości godziwej jest odzwierciedlenie aktualnych wartości majątkowych, a nie tych, które zaistniały w przeszłości. Na to zagadnienie można też spojrzeć z drugiej strony. „Wprowadzenie wartości godziwej do kanonu wyceny radykalnie odmieniło cały system. (...) Rachunkowość sprzed i po wdrożeniu wartości godziwej to dwa odmienne byty. Stąd oczywistym jest pytanie, czy te zmiany to krok w dobrą stronę, czy nie tracimy więcej niż zyskujemy, czy przyjęty kierunek przekształceń należy kontynuować”⁶. Z definicji wartości godziwej wynika, że wartość przyjmowana jest na poziomie transakcji hipotetycznej. Jest ona w znacznym stopniu kategorią abstrakcyjną, idealną. Tym samym można byłoby postawić hipotezę, że wartość godziwa stanowi sposób umożliwiający zarządzanie wartością aktywów poprzez ich wycenę. Co więcej, usprawiedliwia

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

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

⁵ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości. Op. cit.

⁶ Z recenzji J. Gierusza pracy A. Mazur: *Wartość godziwa. Potencjał informacyjny*. Difin, Warszawa 2011.

ona w wielu przypadkach odstępstwa od zasady ostrożnej wyceny. Zasada, że przyrost wartości kapitału własnego jest wyłącznie rezultatem rzeczywistych procesów finansowych – ujawnienia zysku z faktycznej sprzedaży lub zasileń właścicielskich kapitału własnego, przestaje obowiązywać. Zostaje poszerzona o skutki transakcji, która nie musi wystąpić. Znaczenie tego nie może pozostać obojętne w kontekście kształtowania *stakeholders value* czy też *shareholders value*.

Wartość godziwa, w przeciwieństwie do historycznej ceny nabycia, odzwierciedla przyszłe korzyści ekonomiczne, jakie właściciel mógłby osiągnąć, gdyby doszło do transakcji. Stosując na dzień bilansowy wartość godziwą, jednostka antycypuje i ujawnia przyszłe korzyści, co siłą rzeczy wiąże się z dozą niepewności. Śmiałe przedsięwzięcia oraz plany kreują wartość jeszcze przed ich realizacją. Jeżeli uwzględni się fakt asymetrii informacji posiadanych przez zarządy przedsiębiorstw i pozostałych grup interesariuszy, a w tym posiadaczy akcji lub udziałów w rozproszonym kapitale, to możliwość ujawnień bilansowych na podstawie zdarzeń przyszłych nie pozostaje bez konsekwencji w sferze skuteczności instrumentów corporate governance.

2. Metody wyceny wartości godziwej i ich uwarunkowania praktyczne

Potencjalny charakter transakcji kształtującej wartość godziwą przedsiębiorstwa, którego akcje bądź udziały znajdują się w portfelu inwestycji długoterminowych innego podmiotu, oznacza konieczność przeprowadzenia wyceny. Dopuszczalne jest przyjęcie pewnej hierarchii metod stosowanych w rozważanym zakresie⁷. Następnym podejściem metodycznym wycen to:

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

Pierwsze cztery z wymienionych podejść opierają się na bezpośrednim odwołaniu do rynku. W przypadku pierwszych dwóch są to odwołania bezpośrednie – do instrumentów kapitałowych wycenianej spółki. W dwóch kolejnych przypadkach – wycena opiera się na podejściu porównawczym, co w praktyce oznacza zastosowanie metod mnożnikowych lub specyficznych parametrów rynkowych monitorowanych w danym segmencie gospodarczym. Nawet w pełni

⁷ Hierarchia ta wynika przede wszystkim z zapisów MSR 39, 40 i 41 oraz MSSF 3.

zobiektywizowana rynkowo formuła może w sferze aplikacji napotkać wyzwania interpretacyjne odnośnie do „wyceny” sposobu uprzywilejowania akcji lub szacowania prawdopodobieństwa realizacji instrumentów zamiennych.

Cena rynkowa z ostatnio przeprowadzonych transakcji wyraża się przez tę samą formułę, z tym zastrzeżeniem, że cena jednej akcji/udziału dotyczy konkretnej, nieuśrednionej rozliczeniami w obrocie publicznym transakcji instrumentami wycenianego przedsiębiorstwa. Brak obiektywizacji statystycznej wymaga, by transakcja odbywała się w warunkach opisanych definicją wartości godziwej. Spełnienie tego wymogu nie zawsze jest możliwe z uwagi na takie czynniki, jak asymetria informacyjna, siła negocjacyjna lub inne. W grę wchodzi też czas, którego upływ i zmiana warunków działania mogą wywołać nieadekwatność transakcji.

Więcej problemów ujawnia się w przypadku oparcia wniosków na cenach z transakcji rynkowych dotyczących podobnych transakcji, których przedmiotem były inne przedsiębiorstwa. Kluczem w tym przypadku jest określenie „podobne”. W przypadku przedsiębiorstw jest ono trudne do sprecyzowania. Podobieństwo może dotyczyć różnych charakterystyk przedsiębiorstwa. Często stosowaną charakterystyką jest dochód – wtedy mowa o mnożniku zysku. Dochód jest w swej istocie charakterystyką uniwersalną. Publikowane są też mnożniki wartości ewidencyjnej oraz salda środków pieniężnych (ujmowanych w sposób uproszczony jako suma zysku netto i amortyzacji w okresie). Można też stosować odmienne mnożniki, o ile wybrane charakterystyki lepiej oddają podobieństwo organizacji: zatrudnienie, ilość kanałów dystrybucji, powierzchnię gospodarczą czy jeszcze inne.

W pewnym uproszczeniu można powiedzieć, że omówione powyżej podejścia metodyczne zmierzają do identyfikacji wartości rynkowej bądź rzeczywistej wartości rynkowej. Obie wartości określane są poprzez transakcję na otwartym rynku, przy założeniu racjonalnego działania stron, na podstawie wystarczających informacji i bez jakiegokolwiek przymusu. Rynek, na którym ta wartość jest identyfikowana musi być rynkiem aktywnym⁸.

Wobec tak postawionych kryteriów, grupa przedsiębiorstw, których akcje lub udziały mogą być prezentowane w bilansach innych podmiotów według wartości godziwej jest radykalnie ograniczona. Obejmuje przedsiębiorstwa no-

⁸ Aktywność rynku jest uwarunkowana tym, by: instrumenty w obrocie miały charakter jednorodny, w dowolnym momencie można na nim znaleźć sprzedających i kupujących, ceny są udostępniane do publicznej wiadomości. Cechy rynku aktywnego podają m.in. MSR 36 i MSR 38. Rynek aktywny nie wyczerpuje warunków rynku efektywnego. Ten ostatni powinien się charakteryzować: brakiem kosztów transakcyjnych, powszechnym i bezkosztowym dostępem do informacji, konsensusem w zakresie wpływu nowych informacji na wycenę instrumentów kapitałowych. Za: E.F. Fama: *Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work*. „The Journal of Finance” 1970, Vol. 25, Iss. 2, s. 383.

towane w obrocie publicznym w zasadzie bezdyskusyjnie⁹ oraz przedsiębiorstwa podobne do przedsiębiorstw notowanych w obrocie publicznym, z całym bagażem dylematów znaczeniowych warunku podobieństwa. Wyzwania interpretacyjne pogłębiają czynniki ograniczające efektywność rynku kapitałowego o charakterze psychologicznym i niektóre anomalie tego rynku¹⁰. Czy jednak rynek powinien być traktowany jak waga mierząca precyzyjnie i obiektywnie wartość walorów z uwzględnieniem ich specyfiki? Jest to raczej maszyna do głosowania, rejestrująca decyzje inwestorów sformułowane racjonalnie lub, całkiem często, emocjonalnie¹¹.

W przypadku przedsiębiorstw, których udziały lub akcje nie są notowane w obrocie publicznym, zaś podobieństwo do podmiotów notowanych jest niemiarodajne pozostaje sięgnąć do metod dochodowych, jako następnych w hierarchii przydatności. Jako najbardziej miarodajny model wartości przedsiębiorstwa wskazuje się w tym przypadku formułę zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych netto (*Discounted Cash Flow* – DCF). Jest to też jedna z najczęściej stosowanych metod analizy fundamentalnej.

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

3. Wartość godziwa a wartość wewnętrzną

Wartość wewnętrzną, inaczej fundamentalna (tj. oparta na analizie fundamentalnej spółki) jest to wartość kapitału własnego uzyskana przy założeniu, że podmiot wyceniający jest posiadaczem wszystkich informacji o przedmiocie wyceny. Właściwe do identyfikacji wartości wewnętrznej jest podejście dochodowe. Można powiedzieć, że wartość wewnętrzną jest niezależna od inwestor-

⁹ Z reguły efektywność informacyjna rynków instrumentów kapitałowych ogranicza się do rynku giełdowego. Ten bowiem charakteryzuje się występowaniem znacznej liczby podmiotów profesjonalnych, homogenicznością produktów, standardami i regulacjami oraz losowym napływem nowych wiadomości. Za: A. Szyszka: *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*. AE, Poznań 2003, s. 17-18.

¹⁰ Szerzej o ograniczeniach efektywności rynku w: Idem: *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*. AE, Poznań 2007, s. 45-116.

¹¹ Za: B. Graham, D.L. Dodd: *Security Analysis*. McGrawHill, New York 2009, s. 70.

skiego punktu widzenia czy bieżących uwarunkowań rynku kapitałowego. Wynika z immanentnej zdolności organizacji do generowania dochodów.

Wartość wewnętrzna nie musi pokrywać się z wartością godziwą, w szczególności gdy ta ostatnia oparta jest na wartościach rynkowych. Warto zauważyć, że wartość wewnętrzna w danym momencie czasowym może być wartością zróżnicowaną, w zależności od stanu wiedzy lub też umiejętności szacowania ryzyka. Wartość godziwa w danym momencie czasowym powinna być stała dla wszystkich zainteresowanych stron – przynajmniej teoretycznie. Charakteryzuje ją jednak podatność na wahania koniunkturalne, często sprzeczne z wnioskami wynikającymi z analizy fundamentalnej. Można też wskazać na czynniki sprawiające, że cena realizowana w procesie transakcji rynkowych może odbiegać od wartości wewnętrznej. Podstawowym czynnikiem jest efekt synergii pomiędzy podmiotem nabywającym i przedmiotem transakcji. Skala tego efektu bywa określana mianem premii akwizycyjnej i odwołuje się do pojęcia użytego wcześniej – wartości inwestycyjnej¹².

Nie można też zakładać, że nabywcy stanowią jednorodną zbiorowość. Problem wykracza poza branżowe interesy inwestorów i w większości przypadków koncentruje się wokół sposobu zaspokajania potrzeb inwestora. Inwestor długoterminowy jest ukierunkowany na wypłatę dywidendy w średnim i długim okresie. Inwestor krótkoterminowy, spekulacyjny, będzie poszukiwał korzyści w perspektywie krótkookresowej. Ten pierwszy poszukuje wartości wewnętrznej, wynikającej z analizy fundamentalnej, ten drugi – wartości rynkowej, realizowanej w krótkim okresie, wynikającej w dużej mierze z analizy technicznej¹³.

Jeżeli wartość godziwa służąca prezentacjom bilansowym i polityce informacyjnej jest sporządzana z zastosowaniem podejścia dochodowego, to wartość wewnętrzna powinna być tożsama z wartością godziwą. Można w tym miejscu przypomnieć, że definicja wartości godziwej zakłada nie tylko brak asymetrii informacyjnej pomiędzy stronami hipotetycznej transakcji, ale także to, że obie strony są dobrze poinformowane. Zmienność warunków działania przedsiębiorstw, a w dużej mierze niepewność towarzysząca podejmowaniu przez przedsiębiorstwa decyzji strategicznych sprawia, że kryterium „dobrego poinformowania” staje się trudne do sprecyzowania. Zawsze także pozostaje otwarta kwestia podejścia do ryzyka agenta i pryncypała, a szerzej – konfliktu celów pomiędzy agentem i pryncypałem¹⁴.

¹² Wartość inwestycyjna jest wartością wewnętrzną skorygowaną o potencjalną zdolność do kreowania dochodu uzależnionej od możliwości nabywcy.

¹³ Por. m.in. W. Skoczylas: *Value reporting jako generator wartości przedsiębiorstwa*. W: *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*. Red. M. Hamroła. KAFiS AE, Poznań 2005, s. 305-306.

¹⁴ Relacje agenta i pryncypała stają się szczególnie wrażliwe, gdy „nagrody mogą sięgać granic kradzieży”. Za: J.K. Galbraith: *Gospodarka niewinnego oszustwa. Prawda naszych czasów*. MTBiznes, Warszawa 2005, s. 47.

Różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, która jest możliwa do osiągnięcia, gdyby dążyło ono do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, a jego bieżącą wartością rynkową, nosi miano luki wartości. Przestrzeń jej kształtowania – zarówno dodatniej, jak i ujemnej – można wiązać z trzema segmentami: wewnątrz przedsiębiorstwa, na rynku kapitałowym oraz na styku przedsiębiorstwa i otoczenia rynkowego w procesie komunikacji. Występuje też wiele uwarunkowań, które wpływają na cenę przedsiębiorstwa, zaś są neutralne dla wartości godziwej. W tym zakresie można wymienić premię za płynność (lub dyskonto za jej brak), premię/dyskonto za pakiet większościowy/mniejszościowy udziałów.

Podsumowanie

Interesariusze każdego przedsiębiorstwa stoją przed wyzwaniem asymetrii informacyjnej, w której menedżment firmy jest na pozycji uprzywilejowanej. Asymetria ta zmniejsza transparentność działań kadry kierowniczej i całej firmy. W konsekwencji zwiększa czynnik ryzyka oraz przekłada się na zachowania, chociażby w zakresie wyceny oczekiwanej stopy zwrotu. Wartość godziwa w raportowaniu spółek prezentujących w swych bilansach aktywa w formie instrumentów rynku kapitałowego otwiera często zupełnie nową jakość, prowadząc do daleko idących różnic pomiędzy wartością godziwą a wartością historyczną. Samo narzędzie w swej istocie nie jest nigdy dobre lub złe. Te cechy przypisać można zastosowaniom. W ślad za wprowadzeniem nowego narzędzia prezentacji powinien podążać rozwój technik zamykania luk komunikacyjnych. Jako konieczne w rozpatrywanym kontekście uznaje się:

- opracowanie procedur kontrolnych wartości przyjmowanych w bilansach; często poprawność formalno-rachunkowa nie jest dostateczną przesłanką miarodajności prezentacji;
- opracowanie procedur komunikacyjnych o metodach zastosowanych do określania wartości godziwej inwestycji długoterminowych i głównych czynnikach wrażliwości tej wyceny;
- dopełnianie i konkretyzacja katalogu przesłanek zobowiązujących zarządy do przeprowadzania testu na utratę wartości.

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

FAIR VALUE VALUATION OF CAPITAL INSTRUMENTS IN COMPANIES REPORTING

Summary

Elasticity of modular networked organizations leases the quick reaction to changes of turbulent environment and dynamic assets portfolio creation. It is attainable thanks to exploit of opportunities and the increased access to resources and information, without any limits typical for internal development.

The expansion of networked structures set up the number of specific problems rising. Location of the part of value chain behind of organization's boundaries (which lines the subjective identity) means asset value growth in form of long term investments. Valuation of these assets may essentially affect the stakeholder point of view because of its connections with fixed assets value, total assets value, the capital structure and equity value.

The identification of fair value financial instruments valuation methods has been done in this article. It has been performed on the background of the other enterprise value interpretations levels. Above mentioned methods have been analyzed in context of their balances informational significance to enterprise stakeholders.