



UNIWERSYTET EKONOMICZNY W POZNANIU

WYDZIAŁ ZARZĄDZANIA

Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej

Jarosław Nowicki

**ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA
W SYTUACJI BRAKU ROZDZIAŁU FUNKCJI
ZARZĄDCZYCH OD WŁAŚCICIELSKICH**

Rozprawa doktorska

Promotor:

dr hab. Mirosław Hamrol, prof. nadzw. UEP

Poznań 2010

Spis treści

Wstęp	5
--------------------	----------

Rozdział I Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli i jego cel w teorii firmy

12

1.1. Uwagi ogólne	12
1.2. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w teorii firmy.....	18
1.2.1. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jako etap w rozwoju przedsiębiorstwa.....	18
1.2.2. Droga do tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa	20
1.2.3. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w tradycyjnej (neoklasycznej) teorii przedsiębiorstwa	23
1.2.4. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w alternatywnych teoriach przedsiębiorstwa.....	29
1.2.5. Podsumowanie	54
1.3. Cel działania przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich	59
1.3.1. Uwagi wstępne	59
1.3.2. Cel działania przedsiębiorstwa w teorii firmy – przegląd koncepcji	60
1.3.3. Korzyści dla wszystkich stron zainteresowanych versus wartość dla właścicieli	66
1.3.4. Zwiększanie wartości dla właścicieli jako główny cel działalności przedsiębiorstwa.....	76
1.4. Podsumowanie	82

Rozdział II Wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa

84

2.1. Pojęcie, standardy oraz fazy tworzenia wartości dla właścicieli.....	84
2.1.1. Pojęcie i standardy wartości	84
2.1.2. Wartość przedsiębiorstwa, wartość kapitału własnego a wartość dla właścicieli	89
2.1.3. Fazy w tworzeniu wartości dla właścicieli.....	92
2.2. Cechy przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.....	95
2.2.1. Uwagi ogólne	95
2.2.2. Cechy przedsiębiorstw rodzinnych	95
2.2.3. Cechy i specyfika działalności rynkowej małych i średnich przedsiębiorstw	101
2.2.4. Formy prawne oraz ewidencja w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli.....	103
2.3. Finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	110
2.3.1. Przekazywanie wartości właścicielom – spółka giełdowa a przedsiębiorstwo niegiełdowe	110
2.3.2. Przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom	112
2.3.2.1. Istota przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom	112
2.3.2.2. Wynagrodzenia właścicieli i ich rodzin	115

2.3.2.3. Przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo	120
2.3.2.4. Transakcje między podmiotami powiązаныmi.....	122
2.4. Podsumowanie	124

Rozdział III Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli a metody ich wyceny..... 126

3.1. Uwagi ogólne	126
3.2. Metody dochodowe	130
3.2.1. Wybór metod dochodowych służących wycenie nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	130
3.2.2. Etapy wyceny	134
3.2.3. Wpływ finansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli na ich wycenę metodami dochodowymi	137
3.2.4. Metoda FCFF w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	140
3.2.5. Metoda FCFE w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	150
3.2.6. Metoda APV w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.....	157
3.2.7. Metoda zdyskontowanego zysku ekonomicznego w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	162
3.3. Szacowanie kosztu kapitału	165
3.3.1. Uwagi wstępne	165
3.3.2. Koszt kapitału obcego	166
3.3.3. Koszt kapitału własnego.....	169
3.3.3.1. Wybór metod.....	169
3.3.3.2. Model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM).....	170
3.3.3.3. Metoda obligacje plus	177
3.3.3.4. Metoda składania.....	177
3.4. Szacowanie stopy podatkowej	179
3.5. Dyskonto z tytułu braku płynności i premia za kontrolę	184
3.6. Podsumowanie	189

Rozdział IV Szacunkowy dochód nadwyżkowy jako miernik wartości dla właścicieli 191

4.1. Kryteria doboru miernika wartości dla właścicieli.....	191
4.2. Mierniki księgowe.....	192
4.3. Mierniki wartości kreowanej.....	198
4.3.1. Uwagi ogólne	198
4.3.2. Ekonomiczna wartość dodana	200
4.3.3. Wartość dodana dla akcjonariuszy	209
4.3.4. Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji i gotówkowa wartość dodana.....	215
4.3.5. Gotówkowa wartość dodana E. Ottossona i F. Weissenriedera.....	220
4.3.6. Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli.....	224

4.4. Szacunkowy dochód nadwyżkowy	227
4.4.1. Uwagi ogólne	227
4.4.2. Charakterystyka szacunkowego dochodu nadwyżkowego	229
4.4.3. Procedura obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego	232
4.4.4. Możliwości zastosowania szacunkowego dochodu nadwyżkowego	244
4.4.5. Problemy praktyczne związane z wykorzystaniem szacunkowego dochodu nadwyżkowego	247
4.5. Podsumowanie	250

Zakończenie **252**

Spis tabel	257
Spis rysunków	258
Bibliografia.....	259

Wstęp

Powszechnie uznanym celem działalności przedsiębiorstwa jest zwiększanie wartości dla właścicieli. Tak sformułowany cel podkreśla znaczenie właścicieli przedsiębiorstwa i ich interesy stawia na pierwszym miejscu. Zarządzanie przedsiębiorstwem nakierowane na realizację tego celu to zarządzanie przez wartość, nazywane też zarządzaniem wartością przedsiębiorstwa (ang. VBM – value based management).

Jednym z istotnych elementów składających się na genezę zarządzania przez wartość jest rozdzielenie własności od zarządzania, które oznacza, że właściciele nie sprawują bezpośrednio funkcji zarządczych, tylko powierzają je wynajętym w tym celu osobom – menedżerom. Konsekwencją tego rozdzielenia jest możliwość realizowania przez menedżerów celów sprzecznych z interesem właścicieli. Konflikt interesów pomiędzy menedżerami a właścicielami leży w centrum zainteresowania teorii agencji, a jego faktyczne istnienie w przedsiębiorstwach stało się jedną z sił napędowych powstania i rozwoju koncepcji zarządzania przez wartość. Z tego też powodu większość mierników wartości kreowanej, a także całych systemów zarządzania przez wartość jako jeden z podstawowych celów stawia sobie ograniczenie opisanego powyżej problemu agencji. Wynika z tego, że publikacje odnoszące się do zarządzania wartością dotyczą głównie przedsiębiorstw, w których występuje rozdział własności od zarządzania.

Jednocześnie literatura prezentująca tę koncepcję skupia się na spółkach giełdowych. Jest to zrozumiałe, ponieważ to właśnie na giełdzie dokonywana jest wycena akcji tych spółek, a zatem mamy tu do czynienia ze stałą weryfikacją wyników ich działalności pod względem stopnia realizacji celu w postaci zwiększania wartości. Fakt ten powoduje, że koncepcja ta niejako naturalnie odnosi się do spółek giełdowych. Z drugiej strony to właśnie rozwój rynków kapitałowych jest jedną z ważnych przyczyn rozwoju koncepcji zarządzania przez wartość. Jednocześnie powszechną cechą spółek giełdowych jest rozdział własności od zarządzania.

Problem zwiększania wartości dla właścicieli, a także zarządzania przez wartość w przedsiębiorstwach cechujących się brakiem rozdziału własności od zarządzania (przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli) jest w literaturze rzadko poruszany. Również rzadko rozważania dotyczące zarządzania przez wartość odnoszą się do przedsiębiorstw niegiełdowych. Dlatego niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli stały się przedmiotem zainteresowania autora pracy.

Brak zainteresowania ze strony nauki problematyką zarządzania przez wartość w tej grupie przedsiębiorstw nie oznacza, że koncepcja zwiększania wartości dla właścicieli nie może być w nich z powodzeniem stosowana. Zdaniem autora jest to koncepcja uniwersalna, a jej zastosowanie w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli wymaga jedynie uwzględnienia ich specyfiki. Temat ten wart jest

zbadań, ponieważ dotychczas nie był poruszany. Dlatego ambicją autora jest, aby tę lukę zapełnić.

Pomimo obecności w tytule pracy słowa „zarządzanie”, obszarem naukowych dociekań w rozprawie jest analiza finansowa. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest bowiem koncepcją wywodzącą się z teorii finansów i jako taka jest przedmiotem zainteresowania analizy finansowej. Należy podkreślić, że praca nie dotyczy szczegółowych technik zarządzania przedsiębiorstwem, które prowadziłyby do zwiększania wartości dla właścicieli. Rozważania w rozprawie koncentrują się na wyposażeniu procesu zarządzania przedsiębiorstwem we właściwe narzędzia pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej. Wyznaczenie takiego obszaru zainteresowania autora pozwala usytuować pracę w ramach analizy finansowej.

Podstawową tezę niniejszej rozprawy jest stwierdzenie, że zarządzanie przez wartość jest koncepcją uniwersalną i chociaż rozwinęła się ona w odniesieniu do spółek giełdowych cechujących się rozdziałem własności od zarządzania, to może być stosowana z powodzeniem również w innych przedsiębiorstwach, w tym niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli.

Warstwa projektowa rozprawy wyrasta z potrzeby pomiaru stopnia, w jakim przedsiębiorstwo realizuje postawiony mu cel. Służące temu narzędzia podzielić można na takie, które zmierzają do pomiaru wartości kapitału własnego danego przedsiębiorstwa (metody wyceny) oraz takie, które mają mierzyć stopień realizacji celu przedsiębiorstwa w danym okresie (mierniki wartości). Najczęściej stosowane narzędzia z pierwszej grupy, czyli metody dochodowe, nadają się w pełni do wyceny spółek cechujących się rozdziałem własności od zarządzania. Wydaje się jednak, że metody te w stosowanej dotychczas postaci abstrahują od specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Narzędzia z drugiej grupy, czyli znane dotychczas mierniki wartości, mają w założeniu wspierać proces zarządzania, będąc często fundamentem rozbudowanych systemów zarządzania przez wartość. Z ich dotychczasowej krytyki wynika, że te mierniki, które wydają się najbardziej spójne z celem działalności przedsiębiorstwa w postaci zwiększania wartości dla właścicieli, mogą być stosowane jedynie w spółkach giełdowych. W ocenie autora nowy miernik, który nadawałby się do zastosowania w przedsiębiorstwach spoza tej grupy, mógłby być bardzo użyteczny. Stąd na warstwę projektową rozprawy składa się po pierwsze stworzenie dochodowej metodyki wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli uwzględniającej ich specyfikę, a po drugie wypracowanie miernika, który mógłby stanowić narzędzie wspierające zarządzanie przez wartość w tej klasie podmiotów. Opracowanie narzędzi z obu grup jest celowe, ponieważ nawzajem się one uzupełniają – pierwsze stanowią miary na dany moment, drugie – za dany okres.

Celem głównym rozprawy jest wypracowanie narzędzi pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli. Jego osiągnięcie nie byłoby możliwe bez dostosowania koncepcji zarządzania przez wartość do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez

właścicieli. Cel ten wymusza zatem zdefiniowanie specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość oraz wkomponowanie tej specyfiki w schematy analityczne pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej.

Dla realizacji celu głównego wytyczono cele cząstkowe:

- wskazanie teorii przedsiębiorstwa lub elementów różnych teorii pomocnych w wyjaśnieniu specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli;
- zdefiniowanie właściwego celu działalności przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w gospodarce rynkowej;
- zdefiniowanie i osadzenie w ramach procesu tworzenia wartości dla właścicieli pojęć wartości przedsiębiorstwa, wartości kapitału własnego i wartości dla jego właścicieli;
- scharakteryzowanie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli;
- wyodrębnienie specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość;
- wybór metod wyceny współgrających z koncepcją zarządzania przez wartość;
- opracowanie metodyki wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli uwzględniającej ich specyfikę;
- analiza znanych mierników wyników działalności pod kątem ich adekwatności do pomiaru wartości dla właścicieli w badanej klasie przedsiębiorstw;
- skonstruowanie miernika wytworzonej wartości dla właścicieli dostosowanego do specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Tytuł rozprawy określa zakres przedmiotowy oraz podmiotowy rozważań. Zakres przedmiotowy obejmuje zagadnienia zarządzania wartością przedsiębiorstwa z perspektywy interesów właścielskich. Tym co wyróżnia niniejszą rozprawę jest połączenie zakresu przedmiotowego z zakresem podmiotowym, tj. odniesienie zarządzania przez wartość do niegiełdowych przedsiębiorstw, w których nie ma rozdziału funkcji zarządczych od właścielskich. W określeniu zakresu podmiotowego rozprawy wykorzystano dwa kryteria. Kryterium głównym jest rozdział własności od zarządzania, natomiast kryterium pomocniczym jest notowanie akcji przedsiębiorstwa na giełdzie papierów wartościowych. Wykorzystując oba kryteria, ograniczono zakres podmiotowy rozprawy do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Rozprawa obejmuje zakresem czasowym zagadnienia aktualne, jednak w badaniach wykorzystano źródła pochodzące z różnych okresów historii myśli ekonomicznej.

Realizacji celów rozprawy podporządkowano dobór metod. W rozprawie zastosowano metody analizy, syntezy i porównań, jak również abstrahowania

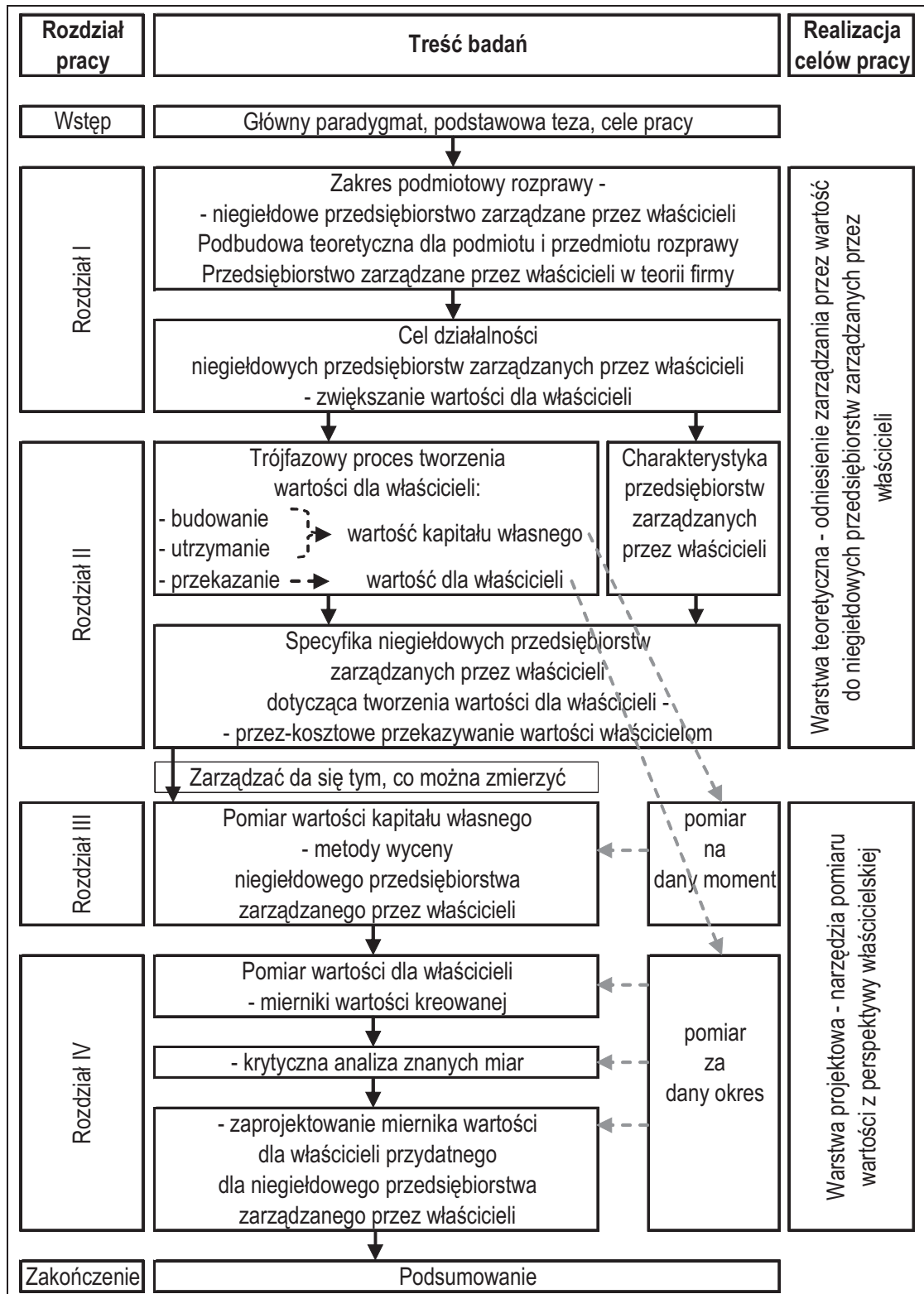
uogólniającego oraz wnioskowania przez analogię. W pracy wykorzystano krajową i zagraniczną literaturę dotyczącą badanego problemu oraz pokrewnych obszarów badawczych. Przeprowadzono wnikliwe studia literaturowe z zakresu analizy ekonomicznej, rachunkowości, finansów, teorii organizacji i zarządzania, zarządzania strategicznego, jak również teorii przedsiębiorstwa, historii gospodarczej i historii myśli ekonomicznej.

Celowi oraz zakresowi rozważań podporządkowano układ i treść pracy, która składa się ze wstępu, czterech rozdziałów oraz zakończenia. Logikę postępowania badawczego w odniesieniu do struktury pracy przedstawiono na rysunku I.

Pierwszy rozdział poświęcono umiejscowieniu przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli w teorii przedsiębiorstwa, także w kontekście celu działalności tak określonego podmiotu. Aby tego dokonać, najpierw sprecyzowano podmiotowy zakres rozprawy, definiując desygnat używanego w rozprawie pojęcia „przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli”. Następnie podmiot ten umieszczono w historycznym procesie rozwoju przedsiębiorstwa, wnioskując że teorie przedsiębiorstwa powstałe w czasach, w których ten typ podmiotu gospodarczego był najpowszechniejszy, mogą być pomocne w zrozumieniu specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Ponieważ jednak tradycyjna teoria przedsiębiorstwa okazała się niewystarczająca do opisu przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, dokonano przeglądu współczesnych teorii firmy pod kątem ich adekwatności do podmiotu i przedmiotu rozprawy. W końcowej części rozdziału pierwszego rozważono argumenty w zakresie podstawowej tezy niniejszej rozprawy, tj. stwierdzenia, że zarządzanie przez wartość może być stosowane w niegieldowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Na kanwie ustaleń wynikających z teorii przedsiębiorstwa, autor doszedł do wniosku, że zwiększanie wartości dla właścicieli jest właściwym celem działalności przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Wskazano także na fakt, iż trafniejszym określeniem celu działania przedsiębiorstwa jest nie maksymalizacja, tylko zwiększanie wartości dla właścicieli.

Rozdział drugi poświęcono odniesieniu podmiotu rozprawy do jej zakresu przedmiotowego, czyli zarządzania przez wartość – koncepcji stawiającej za cel zwiększanie wartości dla właścicieli. Przedstawiono różne definicje zarządzania przez wartość i dokonano ich krytycznej analizy. Wskazano na możliwość różnego definiowania wartości, jak również dokonano fundamentalnego rozróżnienia pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego oraz wartością dla właścicieli. Odwołując się do trzech faz w procesie tworzenia wartości podkreślono, że zwiększanie wartości przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczne ze zwiększaniem wartości dla właścicieli. Zważywszy na centralną rolę właścicieli w koncepcji zarządzania przez wartość, rozróżnienie to stanowi istotny element we właściwej konstrukcji odpowiedniego miernika wytworzonej wartości dla właścicieli. Drugą część rozdziału drugiego poświęcono charakterystyce przedsiębiorstw zarządzanych

Struktura pracy



Źródło: opracowanie własne.

przez właścicieli, w szczególności zaś specyfice tych podmiotów z perspektywy zarządzania przez wartość. Odwołując się do wartości definiowanej przez zdyskontowane odpowiednią stopą dyskontową przyszłe przepływy pieniężne, wskazano na specyficzny dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli sposób realizowania wartości, nazwany przez autora przez-kosztowym przekazywaniem wartości właścicielom. Zdefiniowanie tych specyficznych przepływów pieniężnych i wkomponowanie ich w trójfazowy schemat tworzenia wartości jest najważniejszym ustaleniem wieńczącym rozdział drugi rozprawy.

Rozdział trzeci poświęcony jest problematyce szacowania wartości, czyli wycenie, ze szczególnym uwzględnieniem specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Rozdział ten wpisuje się w realizację celów w warstwie projektowej i odnosi się do narzędzi pomiaru wartości kapitału własnego. W rozdziale tym skupiono się na metodach dochodowych, co wynika z powiązania tego podejścia z koncepcją zarządzania przez wartość. Zaprezentowano autorską propozycję metodyki wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli uwzględniającą ich specyfikę opisaną uprzednio w rozdziale drugim. W szczególności zaproponowano niezbędne dla spójności merytorycznej sposoby uwzględnienia przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom w formułowaniu właściwych dochodów podlegających dyskontowaniu w metodach FCFF, FCFE, APV oraz metodzie zdyskontowanego zysku ekonomicznego. Zaprezentowano także sposoby szacowania kosztu kapitału dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Ponieważ w wycenie dochodowej istotne jest właściwe ujęcie stopy podatkowej, a jej wyznaczenie dla analizowanych podmiotów ma swoją specyfikę, w rozdziale tym przedstawiono także algorytm wyznaczania stopy podatkowej dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli działających w różnych formach prawnych. Odnosząc się do metodyki wyceny, szczególną uwagę poświęcono dyskoncie z tytułu braku płynności oraz premii za kontrolę – elementach, które często należy uwzględnić w wycenie analizowanych podmiotów.

W rozdziale czwartym przeprowadzono krytyczną analizę najważniejszych mierników działalności przedsiębiorstwa pod kątem ich przydatności do pomiaru wytworzonej wartości dla właścicieli w przedsiębiorstwie, w którym funkcje zarządcze i właścicielskie skupione są w jednym ręku. W tym celu sformułowano kryteria, jakie powinien spełniać poszukiwany miernik. Biorąc pod uwagę te kryteria, analizie poddano miary oparte na danych księgowych, jak również znane mierniki wartości kreowanej (EVA, SVA, CFROI i CVA, CVA_{FWC} , SEVA). W obliczu niespełniania przez przeanalizowane mierniki sformułowanych kryteriów, jakie powinna spełniać poszukiwana miara, skonstruowano nowy miernik wartości dla właścicieli, dedykowany niegiełdowym przedsiębiorstwom zarządzanym przez właścicieli. Nazwano go szacunkowym dochodem nadwyżkowym (SDN). Zaprezentowano szczegółową procedurę jego szacowania. Dokonano jego analizy, wskazując na zalety, jak również możliwe ograniczenia.

Zwieńczeniem pracy jest zakończenie, w którym dokonano oceny stopnia realizacji postawionych celów, wyników pracy w warstwie teoretycznej oraz projektowej, jak również jej przydatności z perspektywy praktyki gospodarczej. Zamieszczono także postulaty odnośnie przyszłych kierunków badań.

Rozdział I

Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli i jego cel w teorii firmy

1.1. Uwagi ogólne

Rozprawa swym zakresem podmiotowym obejmuje szczególny rodzaj przedsiębiorstw¹. Zakres ten wyznaczają dwa kryteria, przy czym pierwsze z nich jest kryterium głównym, a drugie pełni rolę pomocniczą.

Podstawowym kryterium wyznaczającym zakres podmiotowy rozprawy jest rozdział własności od zarządzania². Wedle tego kryterium przedsiębiorstwa można podzielić na takie, w których występuje rozdzielenie funkcji zarządczych od właścicielskich (przedsiębiorstwa zarządzane przez menedżerów) i takie, w których to rozdzielenie nie występuje (przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli³).

¹ Ogólne rozważania na temat przedsiębiorstwa, samego pojęcia, definicji i roli, jak również na temat pojęcia, definicji i funkcji przedsiębiorcy znaleźć można m.in. w: S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2006, s. 33, 37; T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 33; J. Lichtarski (red.), *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 59, 61; M. Nasiłowski, *System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004, s. 40; T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR, Warszawa 1994, s. 22; Y. Barzel, *The Entrepreneur's Reward for Self-Policing*, *Economic Inquiry*, Vol. XXV, January 1987, s. 114; R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 311; M. Bratnicki, T. Kraśnicka, *Przedsiębiorczość jako siła motoryczna małej firmy*, w: H. Bieniok (red.), *Zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1995, s. 65; T. Kraśnicka, *Przedsiębiorca, przedsiębiorczość, przedsiębiorstwo*, w: H. Bieniok (red.), *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwem, część I*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1997, s. 100; C.A. Kent, *Rola przedsiębiorcy w gospodarce*, w: D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli (red.), *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991, s. 542; N.J. Foss, P.G. Klein, *Entrepreneurship and the Economic Theory of the Firm: Any Gains from Trade?*, Working Paper No. 2004-09, University of Missouri – Columbia, Contracting and Organizations Research Institute, August 2004, s. 4-9.

Definicje prawne terminów przedsiębiorstwo i przedsiębiorca znaleźć można w: Ustawa Kodeks cywilny, op. cit., art. 55¹ i art. 431; Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, Dz. U. 2004 nr 173 poz. 1807, art. 4.

² W literaturze anglosaskiej zjawisko to określane jest terminem rozdzielenia własności i kontroli (ang. separation of ownership and control).

³ W rozprawie zamiennie stosuje się terminy „przedsiębiorstwo” oraz „firma”. Używa się zatem pojęcia „firma” w szerokim rozumieniu, w odróżnieniu od wąskiego znaczenia prawnego „firmy”, czyli nazwy przedsiębiorcy. W pracy przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli określa się także jako przedsiębiorstwo, w którym funkcje zarządcze i właścicielskie skupione są w jednym ręku czy firmę charakteryzującą się brakiem rozdziału własności od zarządzania.

Podział dokonany w oparciu o kryterium główne ogranicza zakres rozważań prowadzonych rozprawie do przedsiębiorstw charakteryzujących się brakiem rozdziału własności od zarządzania.

Drugim kryterium, precyzującym zakres podmiotowy rozprawy, jest notowanie akcji przedsiębiorstwa na giełdzie papierów wartościowych. Według tego kryterium wyróżnić można spółki giełdowe oraz przedsiębiorstwa niegiełdowe⁴. Giełdowymi można określić te spółki akcyjne, których akcje zostały dopuszczone do publicznego obrotu papierami wartościowymi i są notowane na giełdzie oraz dostępne w sprzedaży⁵. Do przedsiębiorstw niegiełdowych zaliczyć można spółki akcyjne, których akcje nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych oraz wszystkie przedsiębiorstwa prowadzone w innej formie prawnej niż spółka akcyjna. Mając na uwadze, że wśród przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli występują zarówno spółki giełdowe, jak i przedsiębiorstwa niegiełdowe, rozważania prowadzone w rozprawie ograniczono do **niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli**.

Graficzne ujęcie zakresu podmiotowego rozprawy przedstawiono na rysunku 1.1.

Zastosowany w rozprawie podział przedsiębiorstw w oparciu o opisane powyżej kryteria wymaga odniesienia się do często stosowanych podziałów tej zbiorowości, dokonywanych na podstawie dwóch innych kryteriów:

- podziału na małe, średnie i duże przedsiębiorstwa – dokonanego na podstawie kryterium ich wielkości;
- podziału na przedsiębiorstwa rodzinne oraz pozostałe – dokonanego na podstawie kryterium pozostawiania podmiotu pod kontrolą rodziny.

⁴ W USA giełdowe spółki akcyjne nazywa się przedsiębiorstwami publicznymi (ang. public company), natomiast firmy niegiełdowe określa się jako przedsiębiorstwa niepubliczne lub prywatne (ang. not public, private company). Inne jest rozumienie tych pojęć w Unii Europejskiej, gdzie mianem przedsiębiorstwa publicznego określa się przedsiębiorstwo państwowe lub samorządu terytorialnego, a za przedsiębiorstwo niepubliczne uważa się takie, które jest własnością podmiotów prywatnych. Por. Dyrektywa Komisji z dnia 25 czerwca 1980 r. w sprawie przejrzystości stosunków finansowych między Państwami Członkowskimi a przedsiębiorstwami publicznymi, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 195 z 29.7.1980, art. 2; S. Sudoł, op. cit., s. 119-120.

W Polsce terminu przedsiębiorstwo publiczne i spółka publiczna używa się w obu tych znaczeniach, chociaż podkreślić należy, że zarówno kodeks spółek handlowych, jak i akty prawne regulujące obrót instrumentami finansowymi pojęciu spółki publicznej nadają nieco szersze znaczenie niż tylko spółki giełdowej. W myśl tych przepisów spółka publiczna to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Zdematerializowane są m.in. papiery wartościowe będące przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Natomiast rynek regulowany obejmuje nie tylko rynek giełdowy, ale także rynek pozagiełdowy oraz towarowy rynek instrumentów finansowych. Por. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005 nr 184 poz. 1539, art. 4 p. 20; Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538, art. 5, ust. 1 oraz art. 15 ust. 1.

⁵ Por. S. Sudoł, op. cit., s. 118.



Źródło: opracowanie własne.

Oba powyższe kryteria nie zostały wykorzystane do określenia zakresu podmiotowego rozprawy. Są one jednak ugruntowane w literaturze, a ponadto w pewnym stopniu nakładają się na podziały dokonane w oparciu o dwa kluczowe dla rozprawy kryteria (kryterium główne i kryterium pomocnicze). Warto przy tym zauważyć, że niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli w większości zaliczyć można do małych i średnich (MŚP), często są one także firmami rodzinnymi.

Przynależność większości niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli do kategorii małych i średnich⁶ jest o tyle istotna, że sektor ten ma olbrzymie znaczenie dla gospodarki⁷. Również w odniesieniu do kategorii

⁶ Poszczególne klasy przedsiębiorstw ze względu na ich wielkość wyróżnia się z reguły na podstawie kryterium zatrudnienia, co ma wytlumaczenie pragmatyczne, jednak stosowane są również definicje multikryterialne. Por. P. Dominiak, Sektor MSP we współczesnej gospodarce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 28-36; Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 6 maja 2003 r. dotyczące definicji przedsiębiorstw mikro, małych i średnich, 2003/361/WE notyfikowane jako dokument C(2003) 1422 (Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 124, 20.05.2003); Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, op. cit., art. 104-106.

⁷ O jego znaczeniu dla gospodarki Polski świadczą dane w zakresie: 1) liczebności tej grupy przedsiębiorstw – w latach 2004-2007 stanowiły ponad 99% ogółu podmiotów gospodarczych; 2) udziału w wytwarzaniu PKB (około 48% w latach 2004-2007); 3) udziału w tworzeniu miejsc pracy – w latach 2004-2007 w MŚP zatrudnionych było około 70% pracujących w przedsiębiorstwach w ogóle. Por. A. Żołnierski (red.), Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2009, s. 23-27.

Przytoczone dane na temat znaczenia sektora MŚP dla gospodarki znajdują potwierdzenie także w odniesieniu do lat wcześniejszych, jak również innych krajów. Informacje na ten temat znaleźć można m.in. w: U. Smółkowska, Stan rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, programy wsparcia realizowane przez państwo oraz absorpcja środków przedakcesyjnych, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu, Informacja nr 1051, czerwiec 2004, s. 1; G. Gołębiowski, Miejsce i znaczenie małych i dużych przedsiębiorstw na rynku, Monografie i opracowania pt. Finanse przedsiębiorstwa, red. J. Ostaszewski, SGH 2005, s. 3-5; J. Ostaszewski, G. Gołębiowski, P. Russel, Fiskalne determinanty rozwoju małej i średniej przedsiębiorczości w Polsce. Wyniki badań

przedsiębiorstw rodzinnych, podobnie jak w przypadku MŚP⁸, podkreśla się ich wielkie znaczenie dla gospodarki⁹. Dlatego też przynależność znacznej części niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli do kategorii firm rodzinnych pośrednio wskazuje na znaczenie jednostek mieszczących się w zakresie podmiotowym rozprawy.

Mimo różnic w definiowaniu przedsiębiorstwa rodzinnego¹⁰ można przyjąć, że istotą definicji firmy rodzinnej jest jej pozostawanie pod kontrolą rodziny. Należy przy tym zauważyć, że nie ma pełnej zgodności pomiędzy pojęciem firmy rodzinnej

empirycznych, referat na konferencję naukową w Mikołajkach w 2004 roku, s. 6; P. Dominiak, op. cit., s. 92.

Tak duże znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw dla gospodarki światowej nie jest normą ponadczasową. Interesującą analizę historycznych przyczyn i przejawów najpierw rosnącej dominacji dużych przedsiębiorstw, kosztem marginalizacji sektora MŚP (od rewolucji przemysłowej do połowy lat 70-tych XX wieku), a następnie renesansu małych i średnich firm w gospodarce światowej (od połowy lat 70-tych XX wieku aż do dziś) przeprowadził P. Dominiak, op. cit., s. 40-63.

⁸ Kategorie MŚP i przedsiębiorstwa rodzinnego w znacznym stopniu się pokrywają, np. Ł. Sułkowski uważa, że w Polsce większość MŚP to firmy rodzinne. Por. Ł. Sułkowski, Organizacja a rodzina. Więzy rodzinne w życiu gospodarczym, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2004, s. 101-102.

⁹ Stanowią one np. w USA prawie 90% wszystkich przedsiębiorstw i wytwarzają 40% PKB, w Unii Europejskiej natomiast ich udział waha się w zależności od kraju od 45% do 90% i wytwarzają od 45% do 65% PKB. Również w Polsce przedsiębiorstwa rodzinne zyskały na znaczeniu i według ostrożnych szacunków stanowią około 50% podmiotów, wytwarzają około 40% PKB i dają około 50% miejsc pracy. Por. Ł. Sułkowski, Organizacja..., wyd. cyt., s. 102; Ł. Sułkowski, Przedsiębiorczość w firmach rodzinnych w Polsce – wnioski z badań, w: D. Kopycińska (red.), Konkurencyjność rynku pracy i jego podmiotów, Wydawnictwo: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005, s. 219; J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, Przedsiębiorstwo rodzinne. Funkcjonowanie i rozwój, Difin, Warszawa 2004, s. 16-18.

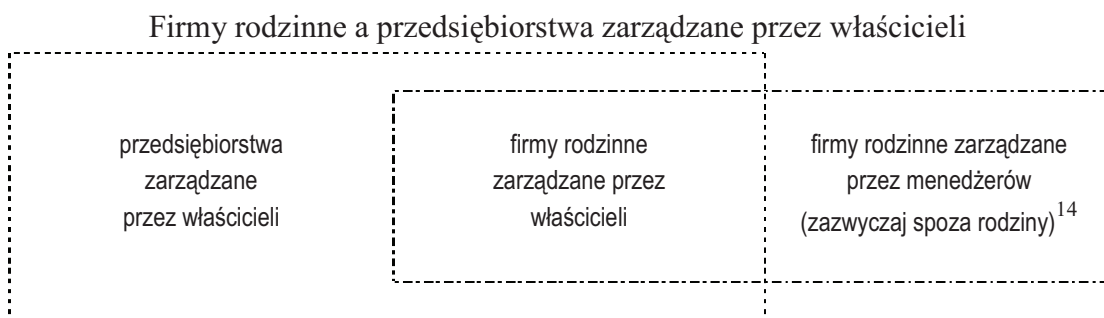
¹⁰ Ł. Sułkowski definiuje przedsiębiorstwo rodzinne jako „podmiot gospodarczy, w którym większość struktury własności oraz funkcja zarządzania całym podmiotem pozostają w rękach jednej rodziny”. Jednocześnie stwierdza, że jeżeli chodzi o własność i zarządzanie w firmie rodzinnej, to dostrzec można dwa typy rozwiązań praktykowane najczęściej w tym zakresie: „1) skupienie własności i władzy nad przedsiębiorstwem w rękach przedstawicieli rodziny; 2) utrzymanie kontroli nad własnością podmiotu w rękach rodziny, a jednocześnie oddanie władzy menedżerom spoza rodziny (tzw. profesjonalizacja zarządzania)”. Ł. Sułkowski, Przedsiębiorczość..., wyd. cyt., s. 219, 225; Ł. Sułkowski, Organizacja..., wyd. cyt., s. 100.

P.A. Frishkoff zwraca uwagę, że firmy rodzinne: 1) posiadają dowolną formę prawną, 2) kapitał przedsiębiorstwa znajduje się w całości lub decydującej części w rękach rodziny, 3) przynajmniej jeden członek rodziny wywiera decydujący wpływ na kierownictwo lub sam sprawuje funkcję zarządczą. Por. P. Frishkoff, Understanding Family Business, Austin Business Family Program, 15 April 1995, cyt. za: Ł. Sułkowski, Przedsiębiorczość..., wyd. cyt., s. 219.

A. Winnicka-Popczyk i W. Popczyk za D.T. Jaffe dodają do powyższych cech biznesu rodzinnego warunek dzielenia pracy i własności przez co najmniej dwóch członków rodziny. Por. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 19.

a przedsiębiorstwem zarządzanym przez właścicieli¹¹. O ile w pierwszym przypadku istotną cechą jest pozostawanie przedsiębiorstwa pod kontrolą rodziny, o tyle kategoria przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli kładzie większy nacisk na sam fakt braku rozdzielania własności od zarządzania. Istnieją zatem firmy rodzinne nie zarządzane przez właścicieli, a tylko przez rodzinę kontrolowane¹². Istnieją także przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli nie będące jednocześnie firmami rodzinnymi – kiedy właściciele-wspólnicy zarządzający firmą nie należą do jednej rodziny¹³. Wzajemne relacje pomiędzy dwiema omawianymi kategoriami przedstawiono na rysunku 1.2.

Rysunek 1.2



Zródło: opracowanie własne.

¹¹ Nie należy także utożsamiać firm rodzinnych wyłącznie z sektorem małych i średnich przedsiębiorstw. Wiele dużych przedsiębiorstw znanych w Polsce i na całym świecie to firmy rodzinne. Przykłady podaje m.in. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 16.

¹² Sytuacja ta odpowiada przywołanej w definicji Ł. Sułkowskiego profesjonalizacji zarządzania w firmie rodzinnej, a zatem utrzymania kontroli nad firmą (własności) w rękach rodziny przy jednoczesnym powierzeniu funkcji zarządczych (władzy) wynajętym menedżerom spoza rodziny.

Pojęcia firmy kontrolowanej przez właścicieli nie należy zatem utożsamiać z przedsiębiorstwem zarządzanym przez właścicieli. Za firmy kontrolowane przez właścicieli uważa się najczęściej takie, w których wyodrębniona grupa właścicieli posiada co najmniej 5-20% akcji lub udziałów. Por. M. Gorynia, Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998, s. 29.

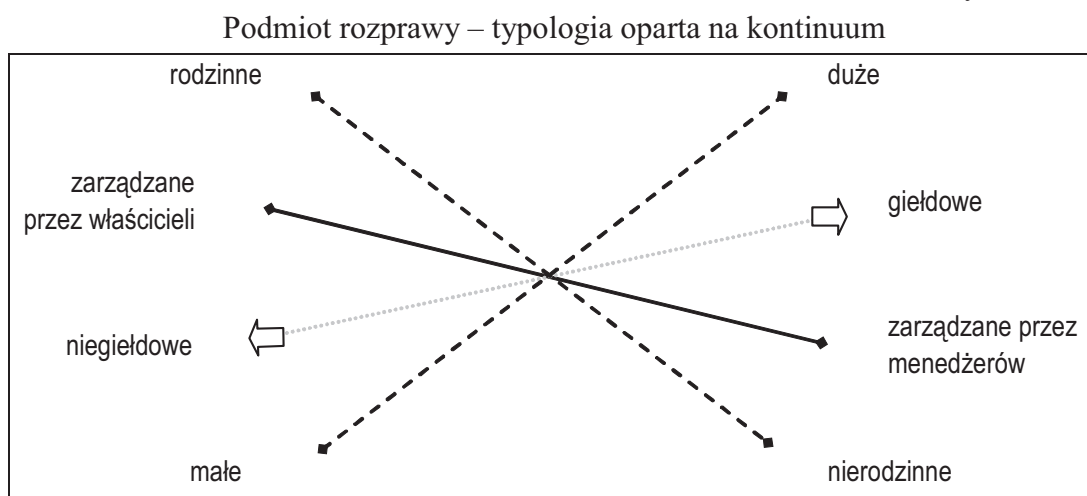
Zdarzają się jednak sytuacje, w których właściciel formalnie nie piastujący żadnego stanowiska zarządczego w firmie i pełniący tylko nadzór właścicielski (np. przewodniczący rady nadzorczej w spółce), faktycznie bierze udział w codziennym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Taka charakterystyka zbliżałaby daną jednostkę do kategorii przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli.

¹³ Zgodnie z przytoczoną definicją biznesu rodzinnego autorstwa D.T. Jaffe firmą rodzinną nie jest przedsiębiorstwo będące własnością jednej osoby i przez nią zarządzane, w której nie pracują inni członkowie rodziny, a z pewnością jest ono przedsiębiorstwem zarządzanym przez właściciela.

¹⁴ Profesjonalizacja zarządzania opiera się często na menedżerach spoza rodziny. Możliwe są jednak też takie sytuacje, w których w firmie rodzinnej osoby zarządzające będące członkami rodziny nie są jednocześnie właścicielami. Jest to zazwyczaj sytuacja albo przyszłego spadkobiercy (juniora), który zarządza firmą rodzinną na próbę w okresie poprzedzającym przekazanie mu własności przez seniora, albo członka dalszej rodziny, który szans na sukcesję raczej nie ma. Pierwsza z wymienionych sytuacji jest zatem zbliżona do zarządzania przez faktycznego właściciela (kwestią czasu jest, kiedy dojdzie do sukcesji), druga – jest zbliżona do zarządzania przez zewnętrznego menedżera.

Spośród wykorzystanych kryteriów podziału przedsiębiorstw jedynie to, dzielące tę zbiorowość na spółki giełdowe i przedsiębiorstwa niegiełdowe jest kryterium ostrym. Pozostałe trzy kryteria, tj. kryterium rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich, kryterium wielkości oraz kryterium pozostawiania przedsiębiorstwa pod kontrolą rodziny, nie są ostre i jednoznaczne. Dzielą one zbiorowość przedsiębiorstw na kategorie niejednorodne, zróżnicowane ze względu na wielkość i charakter działalności gospodarczej¹⁵. Jednocześnie przechodzenie z jednej do drugiej kategorii w ramach danego kryterium może odbywać się płynnie i stopniowo¹⁶. Dlatego też dla pełniejszego określenia podmiotu rozprawy na rysunku 1.3 przedstawiono typologię opartą na kontinuum¹⁷.

Rysunek 1.3



Źródło: opracowanie własne.

¹⁵ W stosunku do przedsiębiorstw rodzinnych taki pogląd wyraża Ł. Sułkowski, w: Organizacja..., wyd. cyt., s. 102. W stosunku do MŚP podobne zdanie („w specyfice MSP występuje polimorfizm”) wyraża P. Dominiak, w: op. cit., s. 26.

¹⁶ Problem braku ostrej granicy pomiędzy wyróżnionymi klasami dotyczy wyraźnie kryterium wielkości przedsiębiorstw, ale odnosi się także do dwóch pozostałych kryteriów. Przykładowo trudne może być wyznaczenie wyraźnej granicy pomiędzy przedsiębiorstwami zarządzanymi przez właścicieli a firmami zarządzanymi przez wynajętych menedżerów. Wraz z rozrostem przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli nabiera ono zazwyczaj coraz więcej cech charakterystycznych dla firm zarządzanych przez menedżerów (w miarę rozbudowy piramidy organizacyjnej i pojawiania się kolejnych poziomów kierowniczych, pojawia się coraz więcej menedżerów i coraz więcej decyzji jest przez nich podejmowanych; mimo że nadal właściciele zarządzają na najwyższym poziomie kierownictwa, firma nabiera charakterystyk przedsiębiorstwa zarządzanego przez wynajętych menedżerów). Granica pomiędzy tymi dwiema klasami jest płynna. Jej ostre wytyczenie byłoby czymś sztucznym i arbitralnym, tak jak sztuczny i arbitralny jest podział przedsiębiorstw na małe, średnie i duże na podstawie kryterium zatrudnienia. Podobne rozterki dotyczą podziału firm na rodzinne i nierodzinne.

¹⁷ Przykład takiej typologii opartej na kontinuum, z tym że tylko w odniesieniu do wielkości przedsiębiorstw i z wyszczególnieniem kryteriów szczegółowych przytacza P. Dominiak, op. cit., s. 26, za: P.A. Julien (red.), State of the Art. in Small Business and Entrepreneurship, Ashgate 1998, s. 14.

Mając świadomość olbrzymiej różnorodności przedsiębiorstw w ramach powyższej specyfiki, przyjęto, że im bliżej lewych krańców powyższej typologii umiejscowić można dane przedsiębiorstwo, w tym większym zakresie rozważania prowadzone w rozprawie odnoszą się do niego¹⁸.

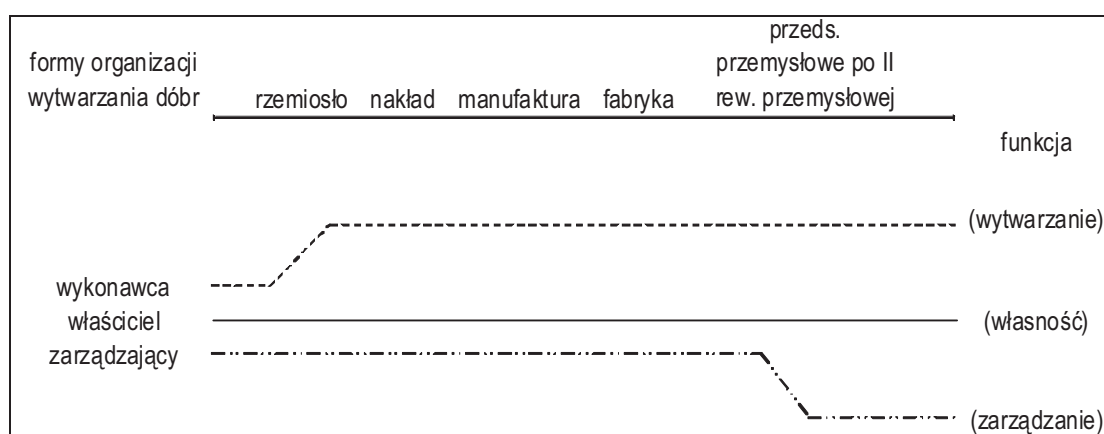
1.2. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w teorii firmy

1.2.1. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jako etap w rozwoju przedsiębiorstwa

W ewolucji jednostki gospodarczej, z której wykształciło się współczesne przedsiębiorstwo wyróżnić można kilka etapów, które ukazano na rysunku 1.4.

Rysunek 1.4

Właściciel, zarządzający i wykonawca na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

Rzemieślnik w feudalizmie skupiał funkcje wykonawcy, właściciela i zarządzającego w jednym ręku. Ta sama osoba tworzyła wyroby, zarządzała zakładem i była jego właścicielem. Najwcześniej nastąpiło oddzielenie funkcji wykonawcy produktu końcowego od dwóch pozostałych funkcji. Miało to już miejsce w średniowiecznym warsztacie rzemieślniczym, w którym mistrz zatrudniał uczniów i czeladników, w dużej mierze na nich cedując rolę wykonawcy wyrobu. Sytuacja taka utrwaliła się w systemie nakładczym i późniejszych manufakturach. Nadal jednak z reguły w podmiotach prywatnych funkcje zarządcze i właścicielskie skupione były w jednym ręku. Wraz z rozwojem manufaktury i przekształcaniem jej w fabrykę pojawiło się stanowisko zarządcy, który w imieniu właściciela i w porozumieniu z nim zarządzał bieżącymi sprawami fabryki. Nie było to jednak aż tak

¹⁸ Niektóre fragmenty rozprawy odnosić się mogą także do przedsiębiorstw dużych, jak również do spółek giełdowych, w których pakiet kontrolny (własność) i funkcje zarządcze skupione są w tych samych rękach. Ponadto niektóre rozważania mają charakter ogólny. Ilekroć wywód prowadzi autora do chwilowego rozszerzenia zakresu podmiotowego rozważań, zasygnalizowano ten fakt w tekście.

powszechne jak w okresie zapoczątkowanym przez drugą rewolucję przemysłową¹⁹. Ponadto władza zarządcy manufaktury była z reguły mniejsza niż władza obecnych menedżerów. Rozwijające się od II połowy XVIII wieku przedsiębiorstwo przemysłowe było z reguły zarządzane przez właściciela, a pracę produkcyjną wykonywali robotnicy²⁰. W tym kontekście wspomnieć można badania A. Chandlera, które pokazują, że przynajmniej do 1840 roku w tradycyjnych przedsiębiorstwach amerykańskich nie było pośredniego szczebla zarządzania pomiędzy szefem-właścicielem a pracownikami. Jeśli pojawiał się wynajęty personel spełniający funkcje nadzorcze (np. brygadziści), to nie tworzył on hierarchicznej struktury i nie miał własnych kompetencji decyzyjnych. To przedsiębiorca właściciel decydował o wszystkim²¹. Dopiero w czasach drugiej rewolucji przemysłowej normą stało się oddzielenie funkcji zarządczych od właścicielskich. Dlatego też we współczesnym przedsiębiorstwie funkcje wykonawcze (dziś raczej bieżąca praca operacyjna), zarządcze i właścicielskie są z reguły rozdzielone pomiędzy różne osoby.

Warto zauważyć, że przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli było przez długi okres zjawiskiem powszechnym. Natomiast zarządzane przez menedżerów korporacje z rozproszonym akcjonariatem stanowią kolejny etap w rozwoju przedsiębiorstwa.

W celu jak najpełniejszego scharakteryzowania przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli i wyjaśnienia jego specyfiki sięgnięto do historii myśli ekonomicznej, a w szczególności do teorii przedsiębiorstwa²². Skupiono się na najistotniejszych elementach, które wybrane teorie firmy wniosły do współczesnego rozumienia przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, także w kontekście

¹⁹ Mianem drugiej rewolucji przemysłowej określa się całokształt zjawisk jakie zachodziły na świecie (szczególnie w gospodarkach krajów Europy Zachodniej oraz USA) w drugiej połowie XIX wieku i na początku XX wieku. Umowną granicą początkową drugiej rewolucji przemysłowej jest rok 1870. Por. J. Szpak, *Historia gospodarcza powszechna*, PWE, Warszawa 2001, s. 141.

²⁰ Por. L. Krzywicki, *Rozwój spółek akcyjnych*, w zbiorze „Dzieła”, t. 5, s. 519, cyt. za: Z. Szymanek, *Niektóre problemy socjologii gospodarki w ujęciu Ludwika Krzywickiego*, *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia*, vol. XXIV, 11, sectio I, Lublin 1999, s. 174-175.

Wzrost znaczenia przedsiębiorstwa przemysłowego był o tyle istotny, że do 1750 roku podmioty gospodarcze działające na dużą skalę były raczej państwowe niż prywatne, a już około 1830 roku świat zachodni został zdominowany przez prywatne przedsiębiorstwa kapitalistyczne działające na dużą skalę. Por. P.F. Drucker, *Spółczeństwo pokapitalistyczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 30.

²¹ Por. A. Chandler, *The Visible Hand*, Harvard University Press, Cambridge, Mass 1977, w: *The Economic Nature of the Firm. A Reader*, ed. by L. Putterman, Cambridge University Press, Cambridge 1986, s. 92-108; cyt. za: T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 279.

²² O pożytkach płynących z poszukiwania teorii przedsiębiorstwa pisze: A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 40.

zarządzania przez wartość. Rozważania rozpoczęto od poszukiwań w teorii firmy z okresu, w którym ten typ przedsiębiorstwa był powszechnym i wiodącym²³.

1.2.2. Droga do tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa

Początki współczesnej teorii przedsiębiorstwa umiejscowić należy w neoklasycznej teorii ekonomii. Wcześniejsze doktryny ekonomiczne nie ukształtowały samodzielnego nurtu nauki o przedsiębiorstwie²⁴.

Historię myśli ekonomicznej z punktu widzenia teorii przedsiębiorstwa postrzegać można jako drogę od perspektywy makro do perspektywy mikro. Początkowo głównym przedmiotem dociekań była gospodarka, a podmioty gospodarujące były jedynie jej elementem. Następnym etapem było zainteresowanie rynkami, na których działały przedsiębiorstwa, co miało miejsce w neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa. Dopiero krytyka tego podejścia doprowadziła do zainteresowania wnętrzem przedsiębiorstwa, rolą przedsiębiorcy i innymi zagadnieniami, co znalazło odzwierciedlenie w tzw. alternatywnych teoriach przedsiębiorstwa.

Rozwijające się od epoki odrodzenia nurty myśli ekonomicznej, takie jak merkantylizm, ekonomia preklasyczna czy fizjokratyzm nie wykształciły teorii przedsiębiorstwa, koncentrowały się na całej gospodarce, ignorując mikroekonomiczny punkt widzenia²⁵. Z perspektywy rozważań prowadzonych w

²³ Posłużono się tu analogią do teorii rekapitulacji (nazywanej też prawem biogenetycznym) sformułowanej przez E. Haeckla w 1864 roku. Choć teoria ta w obiegowej wersji głoszonej przez jej autora („ontogeneza jest skróconym powtórzeniem – rekapitulacją – filogenezy”) wobec dokładnego poznania przebiegu ontogenezy ma jedynie znaczenie historyczne, to jej ogólne obserwacje pozostają nadal aktualne i w połączeniu z dalszym rozwojem nauki (m.in. teorią filembriogenezy A. Siewiercowa) pozwoliły wyjaśnić przebieg ewolucji świata zwierząt i przyczyniły się do rozwoju badań z zakresu embriologii. Wnioskując przez analogię, jeśliby przyjąć, że rozwój konkretnego przedsiębiorstwa jest skróconym i zmodyfikowanym powtórzeniem rozwoju przedsiębiorstwa jako takiego (jako podmiotu ekonomicznego – „gatunku”), to można stwierdzić, że ustalenia myśli ekonomicznej z czasów, kiedy firmy zarządzane przez właścicieli były dominującym rodzajem przedsiębiorstwa, mogą wiele wnieść do prowadzonych tutaj rozważań na temat współczesnych podmiotów tego typu. Na marginesie wspomnieć można, iż powyższa analogia idzie tropem rozumowania przedstawicieli ekonomii ewolucyjnej (N.J. Foss pisząc o ekonomii ewolucyjnej, odwołuje się do filogenetycznych i ontogenetycznych teorii firmy). Por. N.J. Foss, Thorstein B. Veblen: Precursor of the Competence-Based Approach to the Firm, DRUID Working Paper No. 96-15, November 1996, s. 8.

²⁴ Wniosły natomiast znaczący wkład w rozwój myśli ekonomicznej. Aż do szkoły neoklasycznej badacze zajmowali się głównie wyjaśnieniem procesów makroekonomicznych, natomiast zachowania podmiotów w skali mikro były zawarte na marginesie rozważań. Por. W. Frąckowiak, Przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, maszynopis powielony, Poznań 1996, s. 36.

²⁵ Ustalenia przedstawicieli tych nurtów omówione są w większości kompleksowych opracowań z historii myśli ekonomicznej. Por. np. M. Blaug, Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 52 i dalsze; H. Landreth,

rozprawie na uwagę zasługują ustalenia R. Cantillona. Sprecyzował on pojęcie przedsiębiorcy jako osoby o funkcji odmiennej od kapitalisty (właściciela) i kierownika²⁶. Według R. Cantillona przedsiębiorczość jest kwestią przewidywania i gotowości do podejmowania ryzyka, a działanie przedsiębiorcze nie musi obejmować produkcji, a zatem także zatrudniania ludzi i kierowania nimi, jak również nie musi angażować osobistych funduszy przedsiębiorcy.

Była to pierwsza zaawansowana analiza zjawiska przedsiębiorczości, stanowiąca także przyczynek do rozważań nad rozdzieleniem własności od zarządzania. Warto zauważyć, że zjawisko to zdominowało życie gospodarcze dopiero po stu pięćdziesięciu latach od śmierci R. Cantillona. Ponadto jego wyjaśnienie czynników kształtujących ceny było niezwykle nowoczesne – odróżniał on na przykład cenę rynkową od wewnętrznej wartości, czyli długookresowej ceny równowagi²⁷.

Przedstawiciele ekonomii klasycznej także postrzegali rzeczywistość z perspektywy makroekonomicznej²⁸. W przypadku ekonomii klasycznej nie można zatem mówić o samodzielnym nurcie nauki o przedsiębiorstwie²⁹. Niemniej jednak

D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 47-71; Z.B. Romanow, *Historia myśli ekonomicznej w zarysie*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1999, s. 33-37; M. Ratajczak, R. Szulc, *Historyczne korzenie ekonomii głównego nurtu*, w: M. Ratajczak (red.), *Współczesne teorie ekonomiczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 14.

²⁶ Jego najważniejsze dzieło („*Essai sur la Nature du Commerce en General*”) opublikowano we Francji w 1755 roku w dwadzieścia jeden lat po jego śmierci (R. Cantillon żył w latach 1680-1734). Por. <http://files.libertyfund.org/econtalk/CantillonNature/EssaiSurLaNature.pdf> (dostęp 18.11.2007).

²⁷ Współcześnie rozważania zapoczątkowane przez R. Cantillona zaowocowały dyskusją nad standardami wartości przytoczoną w rozdziale drugim. R. Cantillon jest też autorem koncepcji arbitrażu na rynkach, będącej podstawą współczesnej teorii inwestowania. Por. H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 69-71; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 470-471; T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, wyd. cyt., s. 33.

²⁸ A. Smith dał temu wyraz w „*Badaniach nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*”, jasno stwierdzając, że głównym przedmiotem jego zainteresowania jest rozwój gospodarczy – siły, które decydują o bogactwie narodów. Por. A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, tom I, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1954, s. 5-6; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 56; H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 236.

²⁹ W czasie rozkwitu ekonomii klasycznej przedsiębiorstwo przemysłowe dopiero się tworzyło. „*Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*” A. Smith’a ukazały się w 1776 roku, a zatem w rok po tym, jak J. Wattowi przedłużono patent na udoskonaloną maszynę parową, a firma Boultona i Watta rozpoczęła ich produkcję na sprzedaż. Nie dziwi zatem fakt, że A. Smith nie poświęca wiele uwagi nowoczesnym wówczas maszynom, fabrykom czy fabrycznej produkcji przemysłowej, opisuje natomiast rzemiosło, nakład i manufakturę – np. słynny akapit o podziale pracy przy wyrobie szpilek skupia się na porównaniu wydajności warsztatu rzemieślniczego z manufakturą w stadium kooperacji złożonej. Niewiele miejsca produkcji fabrycznej poświęca także D. Ricardo. Por. R. Cameron, *Historia gospodarcza świata. Od paleolitu do czasów najnowszych*, Wydawnictwo

poprzez fakt, iż ekonomia klasyczna była prekursorska w stosunku do szkoły neoklasycznej, można mówić o jej pośrednim wpływie na tradycyjną teorię przedsiębiorstwa³⁰.

Ponadto, co istotne dla rozważań prowadzonych w rozprawie, A. Smith, który generalnie utożsamiał funkcje kapitalisty (właściciela kapitału) i przedsiębiorcy (decydenta), poczynił ważne spostrzeżenia dotyczące problemów wynikających z rozdzielenia własności od zarządzania. Zjawisko to nie było jeszcze wtedy powszechne, a uwagi A. Smitha odnosiły się do kompanii akcyjnych – korporacji tworzonych na mocy przywileju królewskiego lub ustawy parlamentarnej do wyłącznego handlu z koloniami. Zwracał on uwagę na efekty ograniczenia ryzyka właścicieli w spółce akcyjnej, iluzoryczność kontroli zgromadzenia akcjonariuszy nad dyrektorami, jak również wskazywał na skutki rozdzielenia funkcji zarządczych od właścicielskich³¹.

„Książka i Wiedza”, Warszawa 1996, s. 193; A. Smith, op. cit., tom I, s. 10; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 56-57, 104-152; P.F. Drucker, *Spółczeństwo...*, wyd. cyt., s. 30.

³⁰ W kontekście późniejszego rozwoju teorii przedsiębiorstwa należy podkreślić stworzenie przez A. Smitha podstaw liberalnej gospodarki rynkowej z „niewidzialną ręką rynku” i państwem jako „stróżem nocnym”. Ponadto w myśli klasycznej należy zaakcentować wagę: 1) podkreślenia roli konkurencji na rynku, z czego szkoła neoklasyczna wykształciła modele rynków i zachowań przedsiębiorstw na tych rynkach; 2) zaakcentowania znaczenia egoistycznych pobudek indywidualnych prowadzących do społecznie akceptowanych efektów; 3) wskazania na korzyści płynące z podziału pracy (A. Smith); 4) teorii wartości (np. A. Smith, D. Ricardo, J.S. Mill); 5) rozważań na temat płacy i zysku (np. A. Smith, D. Ricardo, W.N. Senior); 6) zastosowania w ekonomii abstrakcyjnej analizy dedukcyjnej (D. Ricardo). Por. H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 102, 137, 186, 236; Z.B. Romanow, op. cit., s. 47, 51, 66; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 52; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 55, 78; M. Ratajczak, R. Szulc, op. cit., s. 14.

³¹ A. Smith pisał o radzie dyrektorów, która kierowała działalnością handlową kompanii akcyjnej: „Rada ta co prawda podlega często pod wieloma względami kontroli ogólnego zgromadzenia akcjonariuszy, lecz większość tych właścicieli rzadko kiedy ma pretensje do jakiegokolwiek znajomości interesów kompanii i jeżeli nie panują między nimi nieporozumienia, to właściciele w ogóle się o to nie kłopotzą i z zadowoleniem przyjmują półroczną czy też roczną dywidendę, jaką dyrektorzy uznają za stosowne im przyznać. Gdy więc można się uwolnić w ten sposób od wszelkich kłopotów i gdy ryzykuje się tylko ograniczoną sumę, to zachęca to wiele osób, które nigdy nie zaryzykowałyby swego majątku w spółce prywatnej, do tego, by próbowały szczęścia w kompaniach akcyjnych. Dlatego też kompanie akcyjne przyciągają zazwyczaj znacznie większe kapitały niż te, jakimi mogą się chlubić jakiejkolwiek spółki prywatne.[...] Ponieważ jednak dyrektorzy takich kompanii zawiadują raczej cudzymi pieniędzmi niż własnymi, przeto nie można się spodziewać, aby dbali o te fundusze z taką samą starannością, z jaką troszczą się o własne fundusze wspólnicy w spółce prywatnej. Podobnie jak intendent bogacza, są oni skłonni uważać, że dbałość w drobnych sprawach nie licuje z honorem ich pana i z wielką łatwością zwalniają się sami z tego obowiązku. Dlatego też sprawy takiej kompanii prowadzi się zawsze bardziej lub mniej niedbale i rozrzutnie.” A. Smith, op. cit., tom II, ks. 5, s. 468-469; por. też T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 53; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 470.

1.2.3. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w tradycyjnej (neoklasycznej) teorii przedsiębiorstwa

Tradycyjna teoria przedsiębiorstwa³² wywodzi się ze szkół ekonomicznych zaliczanych do kierunku subiektywno-marginalistycznego, tj. szkoły psychologicznej (austriackiej), matematycznej (lozańskiej) oraz neoklasycznej (anglo-amerykańskiej)³³. Choć poszczególne szkoły tego kierunku różnią się, to ich wspólną cechą jest sposób podejścia do zjawisk ekonomicznych³⁴.

Odejście od podejścia makroekonomicznego na rzecz perspektywy mikroekonomicznej położyło podwaliny do powstania teorii przedsiębiorstwa. Neoklasyczna teoria firmy nie jest jednak wypracowaną odrębną teorią, a raczej wynikiem zastosowania zasady ekwimarginalnej³⁵ do przedsiębiorstwa oraz przyjęcia założenia o maksymalizacji zysku jako poszukiwania wariantu optymalnego w sensie matematycznym.

Znaczącą rolę w powstaniu tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa odegrał A. Marshall, najwybitniejszy przedstawiciel szkoły neoklasycznej³⁶. Część jego

³² Tradycyjną teorię firmy z reguły utożsamia się z neoklasyczną teorią przedsiębiorstwa, jednak desygnat tych pojęć nie jest jednoznaczny. M. Blaug utożsamia neoklasyczną teorię firmy z przedsiębiorstwem w konkurencji doskonałej. Jednak powołując się na S. Latsisa, do „neoklasycznego programu badawczego poświęconego zachowaniu przedsiębiorstwa” zalicza teorie konkurencji doskonałej, niedoskonałej i monopolistycznej. M. Gorynia jako neoklasyczną teorię firmy analizuje jedynie konkurencję doskonałą, natomiast dla T. Gruszeckiego „tradycyjna teoria firmy to modele zachowań się firmy (reakcje cenowe i produkcyjne firmy) na różnych typach rynków”. W pracy przyjęto to ostatnie podejście. Por. M. Blaug, *Metodologia ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 229-234; M. Gorynia, op. cit., s. 13; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 49.

³³ Wymienione szkoły ekonomiczne powstawały w okresie narodzin drugiej rewolucji przemysłowej (około 1870 roku). Ich przedstawiciele to m.in.: C. Menger (szkoła psychologiczna), L. Walras (szkoła matematyczna) oraz W.S. Jevons (prekursor szkoły neoklasycznej).

³⁴ Podstawowe założenia metodologiczne kierunku to: mikroekonomiczny punkt widzenia, zastosowanie rachunku marginalnego jako głównego narzędzia analitycznego ekonomii, subiektywizm, uznanie prymatu konsumpcji, analiza funkcyjna badająca współzależność zjawisk ekonomicznych. Wszystkie wyżej wymienione cechy szkół kierunku subiektywno-marginalistycznego istotnie odróżniają je od wcześniejszych doktryn ekonomicznych.

Należy jednak stwierdzić, że połączenia tych trzech szkół ekonomicznych w jeden kierunek dokonali historycy myśli ekonomicznej w XX wieku. Odrębność tych trzech powiązanych ze sobą nurtów ekonomicznych utrzymywała się ówczynie aż do początków XX wieku. Por. M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 313; Z.B. Romanow, op. cit., s. 96-97.

³⁵ Zasadę ekwimarginalną, czyli zasadę zrównywania wielkości krańcowych, przyjęto w konsekwencji rozwoju teorii użyteczności krańcowej, a także koncepcji produktywności krańcowej. Przyjęcie zasady ekwimarginalnej spowodowało, że zarówno przedsiębiorstwo, jak i gospodarstwo domowe traktowano jako szczególne przypadki zastosowania tej zasady. Por. M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 306-309, H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 237; Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 56.

³⁶ Jego wkład do mikroekonomii, zawarty głównie w opublikowanym w 1890 roku dziele „Zasady ekonomiki”, jest wciąż podstawą początkowego nauczania teorii ekonomii. A.

rozważań odnieść można do tematyki rozprawy.

W jego bogatym dorobku uwagę zwraca analiza przedsiębiorstw zarządzanych przez jednego właściciela³⁷. A. Marshall wylicza funkcje, jakie przedsiębiorca powinien spełniać i umiejętności, jakie powinien posiadać. Charakteryzuje on przedsiębiorcę jako pracodawcę, kupca oraz organizatora produkcji, który musi posiadać gruntowną wiedzę o gałęzi, w której działa, umiejętność przewidywania zmian konsumpcji i produkcji oraz wykorzystywania nadarzających się szans. Pożądaną jest też umiejętność ostrożnego osądu i odważnego podejmowania ryzyka. Ten sam przedsiębiorca musi być jednocześnie przywódcą, potrafiącym wybrać odpowiednich współpracowników, zaufać im i zdobyć ich zaufanie oraz motywować, aby działali jak najlepiej, podczas gdy on sprawuje nad wszystkim ogólną kontrolę. A. Marshall zauważa przy tym, że do sukcesu prowadzić mogą zupełnie różne kombinacje zdolności i umiejętności³⁸.

A. Marshall traktuje przedsiębiorstwo zarządzane przez jednego właściciela jako pewien etap na drodze jego rozwoju (ewolucji)³⁹, zauważając że stopniowo przekształca się ono w inne formy działalności gospodarczej, w których najwyższa władza jest podzielona pomiędzy kilku wspólników⁴⁰, a nawet bardzo licznych

Marshall m.in. wprowadził rozróżnienie pomiędzy okresem „rynkowym”, krótkim, długim i sekularnym, zapoczątkował podział kosztów przedsiębiorstwa w krótkim okresie na stałe i zmienne (choć dla ich określenia używał terminów: koszty dodatkowe i koszty bezpośrednie). W pracy A. Marshalla pojawiają się też rozważania na temat procentu, będącego ceną za kapitał, wynagrodzeń kierownictwa, będących zapłatą za zdolności biznesowe i energię oraz zysku, który jest jego zdaniem wynagrodzeniem za „organizację”, czwarty czynnik produkcji obok ziemi, pracy i kapitału. Ponadto poddał on analizie szereg do tej pory ignorowanych elementów, takich jak korzyści zewnętrzne, postęp wiedzy i technologii, lepszą informację w danej gałęzi, wyższe kwalifikacje siły roboczej na danym obszarze, działanie subsydiów rządowych, zjawisko ekonomii skali, przedsiębiorstwo reprezentatywne dla danej gałęzi. Było to wówczas nowością, ale nie tworzyło jednej spójnej teorii firmy, a raczej analizę różnych przypadków. Por. H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 318, 338; M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 379; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 57; A. Marshall, *Principles of Economics*, 8th edition, Macmillan and Co., Ltd. New York 1920 (first edition published 1890), rozdziały IV.IX-IV.XIII, m.in. par. IV.IX.25, IV.XI.15, IV.XII.8, IV.XII.52, <http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html> (dostęp 15.11.2006).

³⁷ A. Marshall używa określenia „forma, w której cała odpowiedzialność i kontrola spoczywa w rękach pojedynczej osoby” („form in which the whole responsibility and control rests in the hands of a single individual”). Por. A. Marshall, op. cit., paragraph IV.XII.21 (tłumaczenie własne).

³⁸ Por. tamże, paragraph IV.XII.17-20.

³⁹ A. Marshall nie utrzymuje przy tym, że wszystkie przedsiębiorstwa muszą przejść przez wszystkie etapy, zdając sobie doskonale sprawę z powstawania przedsiębiorstw od razu w formie spółek osobowych czy kapitałowych. Nie obejmuje jednak swoją analizą podmiotów, które trwale pozostają niewielkim przedsiębiorstwem zarządzanym przez właścicieli. Por. tamże, paragraph IV.XII.27.

⁴⁰ Odpowiada to np. dzisiejszej formie spółki cywilnej.

akcjonariuszy⁴¹. Wskazuje przy tym na jedną z przyczyn tych przekształceń (jego zdaniem główną), którą jest zjawisko nazywane dzisiaj problemem sukcesji w firmie rodzinnej⁴². Diagnoza tego problemu autorstwa A. Marshalla, która w wielu wypadkach pozostaje nadal aktualna, podkreśla fakt, że potomkowie właściciela przedsiębiorstwa (będącego często też jego założycielem) rzadko posiadają odpowiednią motywację, talent i umiejętności, aby profesjonalnie zarządzać przekazanym im biznesem, mimo że są w o wiele dogodniejszej sytuacji wyjściowej niż ich rówieśnicy pozbawieni takiego spadku⁴³. Rozwiązaniem tego problemu, pozwalającym zachować konkurencyjność przedsiębiorstwa, jest dobranie odpowiednich wspólników np. spośród najzdolniejszych pracowników⁴⁴. A. Marshall zauważa też tworzenie się grupy menedżerów, czyli ludzi o wysokich kompetencjach biznesowych, którzy nie odziedziczyli firm po swoich przodkach, a dla których zarówno przedsiębiorstwa borykające się z problemem sukcesji, jak i duże spółki akcyjne stanowią atrakcyjne pole działalności.

Analiza A. Marshalla dotycząca zjawiska rozdziału własności od zarządzania⁴⁵ uwydatnia zaletę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w porównaniu do korporacji cechujących się rozproszonym akcjonariatem⁴⁶. Właściciele korporacji mają niedostateczną wiedzę o jej działalności biznesowej i nie mają wpływu na kierowanie ani kontroli nad przedsiębiorstwem, a to oni ponoszą główne ryzyka. W tym ujęciu przedsiębiorstwo zarządzane przez jednego właściciela ma przewagę polegającą na tym, że właściciel zarządzający może dokonać bezpośredniego osądu, czy jego podwładni służą wiernie jego interesom. Bezpośrednie zwierzchnictwo ułatwia wykrycie ewentualnych malwersacji, nieprawidłowości czy nawet braku kompetencji merytorycznych lub interpersonalnych, jakie dany pracownik powinien posiadać. Jest to niewątpliwie zaleta przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w porównaniu do korporacji cechujących się rozproszonym akcjonariatem.

Nurt neoklasycyzy doprowadził do wykształcenia tradycyjnej (neoklasycznej) teorii firmy. Jest ona w istocie teorią rynków, na których może

⁴¹ Chodzi o duże spółki akcyjne z rozproszoną własnością. Por. tamże, paragraf IV.XII.21.

⁴² Por. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 59-81.

⁴³ Por. A. Marshall, op. cit., paragraf IV.XII.22-25.

⁴⁴ Por. tamże, paragraf IV.XII.26.

⁴⁵ Zauważa on, że od czasów średniowiecza do czasów mu ówczesnych w niektórych gałęziach istniał silny ruch do zakładania spółek akcyjnych, których akcje mogły być sprzedane komukolwiek na otwartym rynku. Ludzie, którzy nie mieli pojęcia o działalności handlowej mogli powierzyć swój kapitał tym, którzy się na tym znali, co w konsekwencji doprowadziło do podziału i specjalizacji w różnych częściach pracy związanej z zarządzaniem biznesem. Por. tamże, paragraf IV.XII.28 (tłumaczenie własne).

⁴⁶ Por. tamże, paragraf IV.XII.29-31.

działać przedsiębiorstwo⁴⁷. Modele poszczególnych rynków oparte są na określonych założeniach⁴⁸. Na przykładzie modelu konkurencji doskonałej⁴⁹ wskazać można na implikacje modelowania neoklasycznego dla teorii przedsiębiorstwa. Niektóre z założeń modelu⁵⁰ są kluczowe dla teorii przedsiębiorstwa. Należą do nich:

- przedsiębiorstwo jest kierowane przez właściciela-przedsiębiorcę – to założenie tradycyjnej teorii firmy oznacza, że poddaje ona analizie przedsiębiorstwo zarządzane przez właściciela; z drugiej strony oznacza, że rozdzielenie własności od zarządzania w ogóle nie jest brane pod uwagę, a jeśli ma miejsce to nie wpływa modyfikująco na cel realizowany przez przedsiębiorstwo;
- jednostki gospodarujące podejmują działania optymalizujące; konsumenci dążą do maksymalizacji użyteczności, natomiast wyłącznym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku – należy podkreślić, że w tradycyjnej teorii firmy jest to założenie, a nie obiektywna prawidłowość;
- przedsiębiorstwo ustala produkcję przynoszącą największy zysk w punkcie zrównania się przychodu marginalnego z kosztem marginalnym;
- brak jest barier wejścia na rynek i wyjścia z rynku;
- zasoby są doskonale podzielne, a czynniki produkcji – doskonale mobilne;
- dostęp do informacji jest darmowy i identyczny dla wszystkich uczestników rynku, a koszty ich przetwarzania i w konsekwencji koszty podejmowania decyzji są zerowe;
- przedsiębiorstwo dostarcza bardzo małą część produkcji na rynku i może

⁴⁷ E. Penrose stwierdza, że neoklasyczna teoria firmy jest teorią doskonale konkurencyjnych rynków, cen relatywnych i optymalnej alokacji zasobów w rozumieniu Pareto. Por. E. Penrose, Foreword to the Third Edition, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press 1995 (1959), s. 143.

⁴⁸ Należy podkreślić, że są to z reguły założenia bardzo rygorystyczne. Poza tym, jak wszystkie modele, działają one jedynie w obrębie przyjętych założeń. Założenia te, co wynika z definicji modelowania, muszą być upraszczające w stosunku do złożoności zjawisk występujących w rzeczywistości.

⁴⁹ M. Gorynia odróżnia za A. Koutsoyiannisem czystą konkurencję od bardziej wymagającej konkurencji doskonałej. H. Demsetz natomiast dowodzi, że bardziej odpowiednią nazwą dla tego modelu rynku jest doskonała decentralizacja (ang. perfect decentralization). Por. M. Gorynia, op. cit., s. 14; H. Demsetz, *The Theory of the Firm Revisited*, *Journal of Law, Economics, and Organization* vol. 4, no. 1, Spring 1988, s. 142.

⁵⁰ Choć zazwyczaj podaje się kilka głównych założeń modelu konkurencji doskonałej, to w istocie jest ich więcej – tzn. kilka głównych i reszta dodatkowych bądź implikowanych przez pozostałe. M. Rekowski podaje cztery podstawowe założenia. J.W. Stoelhorst i E.M. van Raaij wymieniają 6 założeń, M. Gorynia podaje łącznie 12 założeń, T. Gruszecki – w sumie aż 16. Por. M. Rekowski, *Wprowadzenie do mikroekonomii*, Polsoft – Wrokopa, Poznań 1997, s. 206; J.W. Stoelhorst, E.M. van Raaij, *On explaining performance differentials. Marketing and the managerial theory of the firm*, *Journal of Business Research* 5721 (2002), s. 2; M. Gorynia, op. cit., s. 14-15; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 60-61.

zwiększyć produkcję bez żadnego wpływu na cenę⁵¹.

Postrzeżenie istoty przedsiębiorstwa w teorii neoklasycznej jest w dużej mierze konsekwencją przyjętych założeń, które stanowią daleko idące uproszczenie rzeczywistości. Zachowania uczestników rynku są wyłącznie reakcją na sygnały cenowe, a mechanizm rynkowy jest darmowy. Sam model konkurencji doskonałej ma charakter statyczny – pokazuje końcowy stan równowagi w sensie Pareto, a nie procesy konkurencyjne w trakcie dochodzenia do tego stanu⁵². W tym modelu przedsiębiorstwo jest jedynie „czarną skrzynką” przetwarzającą strumienie wejścia w strumienie wyjścia. Istotne są tylko przepływy pomiędzy przedsiębiorstwem a otoczeniem, a to co dzieje się wewnątrz firmy jest poza sferą zainteresowania. Charakterystyczne dla teorii neoklasycznej jest też utożsamienie przedsiębiorstwa z właścicielem-decydentem, który zachowuje się w sposób w pełni racjonalny, maksymalizując zysk.

Zysk w teorii tradycyjnej obejmuje dwie składowe:

- zysk normalny odpowiadający kosztowi alternatywnemu (kosztowi utraconych możliwości, innego zastosowania zasobów właściciela)⁵³;
- zysk nadzwyczajny (czysty), który jest właściwym zyskiem ekonomicznym, residuum po pokryciu wszystkich kosztów rzeczywistych i alternatywnych.

Rozważania na temat osiągania zysku czystego odnoszą się do procesu wspólnie określanego mianem tworzenia wartości, czyli osiągania stopy zwrotu przewyższającej koszt kapitału (koszt alternatywny). Dlatego też właśnie do koncepcji zysku czystego nawiązują współczesne mierniki wartości kreowanej, takie jak ekonomiczna wartość dodana.

Z perspektywy tworzenia wartości interesujące wydaje się wyjaśnienie źródeł pochodzenia zysków czystych. Zagadnienia tego dotyczą dwie grupy poglądów, które jednak wychodzą poza ramy neoklasycznej teorii przedsiębiorstwa. Według F. Knighta zysk czysty jest zarobkiem z tytułu niepewności, według J. Schumpetera – zapłatą za innowacje⁵⁴. F. Knight swoje rozważania oparł na wprowadzonym przez J.H. von Thuenena rozróżnieniu pomiędzy ryzykiem a niepewnością⁵⁵. Jeśli mierzalną niepewność, czyli ryzyko da się za pomocą rachunku prawdopodobieństwa skwantyfikować, to można ją za pomocą asekuracji przenieść

⁵¹ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 60-61; M. Gorynia, op. cit., s. 14-20.

⁵² Por. M. Gorynia, op. cit., s. 15.

⁵³ M. Gorynia nazywa ten koszt domyślnym. Por. tamże, s. 17.

⁵⁴ Koncepcje J. Schumpetera przytoczono w ramach rozważań nad alternatywnymi teoriami przedsiębiorstwa.

⁵⁵ J.H. von Thuenen uważał wynagrodzenie przedsiębiorcy za przychód otrzymywany w zamian za wzięcie na siebie tych rodzajów ryzyka, których nie chce pokryć żadne towarzystwo asekuracyjne, dlatego że są nieprzewidywalne. Por. M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 472.

na inne podmioty. Takie ryzyko staje się wtedy składnikiem kosztów przedsiębiorstwa. Istnieją jednak rodzaje niepewności, których nie da się zmierzyć, ponieważ związane są z wydarzeniami bez precedensu lub takimi, które w przeszłości zachodziły zbyt rzadko, aby można było określić rozkład prawdopodobieństwa. Jedynie taka niepewność, wynikająca z wzięcia na siebie całkowitej ostatecznej odpowiedzialności jest, zdaniem F. Knighta, źródłem czystego zysku. Argumentacja ta dowodzi, że istnienie niepewności umożliwia w ostatecznym rozrachunku osiągnięcie zysków czystych nawet w konkurencji doskonałej w sytuacji długookresowej równowagi⁵⁶.

Powyższe rozważania stanowią odejście od szkoły neoklasycznej, która skupiała się raczej na problemie zgodnej z zasadą krańcowej produktywności wyceny środków produkcji w warunkach stacjonarnych, niż na wyjaśnianiu zysku i przedsiębiorczości⁵⁷. Odejście przez szkołę neoklasyczną od przedsiębiorczości i zysku, które wcześniej były przedmiotem zainteresowania teorii ekonomii⁵⁸, skutkowało też tym, że w modelu neoklasycznym nie analizuje się rozdzielenia własności od zarządzania, a przedsiębiorcę utożsamia się z właścicielem⁵⁹. Dotyczy to zarówno konkurencji doskonałej, jak i modeli konkurencji niedoskonałej, gdzie przedsiębiorstwo jest „czarną skrzynką” optymalizującą swoje zachowania (dążącą do maksymalizacji zysku), utożsamianą z przedsiębiorcą będącym właścicielem i kierownikiem (decydującym).

Reasumując tradycyjna teoria firmy może być przydatna w wyjaśnianiu specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ponieważ w całości odnosi się właśnie do zachowań tego typu podmiotów. Należy jednak wskazać, że **obraz przedsiębiorstwa wyłaniający się z tradycyjnej teorii firmy jest niewystarczający**. Po pierwsze jest ona teorią rynków, a nie teorią przedsiębiorstwa⁶⁰. Po drugie przedstawiając stany idealne, przyjmuje szereg wymagających założeń, które w rzeczywistości gospodarczej nie są spełniane⁶¹. Po trzecie utożsamia ona przedsiębiorstwo z jednoosobowym przedsiębiorcą-właścicielem. Choć to teoretyczne założenie jest akurat spełnione w przypadku firm zarządzanych przez właścicieli, to niesie ze sobą pewne konsekwencje, które poważnie ograniczają

⁵⁶ Por. tamże, s. 473-474.

⁵⁷ Por. tamże, s. 472-475.

⁵⁸ Jak wcześniej wspomniano już R. Cantillon nie pozostawiał wątpliwości co do różnicy między funkcjami przedsiębiorcy i kapitalisty (właściciela). A. Smith oddzielał kapitalistę od kierownika, ale przedsiębiorcę utożsamiał z właścicielem (używał pojęć „projector” i „undertaker”). Por. tamże, s. 470.

⁵⁹ Por. tamże, s. 470-473.

⁶⁰ Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October 1976, V. 3, No. 4, s. 305-360, <http://papers.ssrn.com/abstract=94043> (dostęp 15.11.2007), s. 3.

⁶¹ Por. W. Frąckowiak, Przedsiębiorstwo..., wyd. cyt., s. 46.

adekwatność teorii neoklasycznej także w odniesieniu do tego rodzaju podmiotów. Utożsamienie przedsiębiorstwa z przedsiębiorcą powoduje bowiem, że teoria tradycyjna całkowicie abstrahuje od tego, co dzieje się wewnątrz firmy, skupia się jedynie na strumieniach pojawiających się na wejściu i wyjściu oraz kontaktach przedsiębiorstwa z otoczeniem. Po czwarte teoria tradycyjna przedstawia statyczne ujęcia końcowych stanów równowagi i nie analizuje procesów dochodzenia do nich. Modele konkurencji opisują jedynie pewne stany idealne i informują, że pod warunkiem spełnienia wszystkich założeń, podmioty będą zachowywały się w określony, opisywany przez model sposób. Brak zatem tym ujęciom dynamiki, która jest immanentną cechą rzeczywistości gospodarczej⁶².

1.2.4. Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w alternatywnych teoriach przedsiębiorstwa

Alternatywne teorie przedsiębiorstwa dokonują rewizji podstawowych założeń tradycyjnej teorii ekonomicznej, którymi są:

- 1) człowiek jako homo oeconomicus, czyli w działaniach gospodarczych kierujący się tylko swoim interesem, który sprowadza się do maksymalizacji użyteczności;
- 2) celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku;
- 3) stan równowagi na rynku, który ustala się w wyniku działania popytu i podaży jest stanem naturalnym, a zakłócenia uruchamiają mechanizm adaptacyjny;
- 4) podstawowymi podmiotami gospodarującymi są przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe⁶³.

Alternatywne teorie przedsiębiorstwa podważyły powyższe założenia:

- 1) koncepcję homo oeconomicus – „nieefektywność X” H. Leibensteina⁶⁴;

⁶² Wspomniane powyżej niedostatki tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa natrafiają na pewne kontrargumenty. Interesującą dyskusję na ten temat znaleźć można m.in. w: M. Blaug, *Metodologia...*, wyd. cyt., s. 230-236.

⁶³ J. Wilkin wymienia pierwsze trzy założenia, czwarte przyjmowane jest w teorii tradycyjnej domyślnie. Por. J. Wilkin, *Jaki kapitalizm, jaka Polska?*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 29.

⁶⁴ Według teorii mikro-mikro H. Leibensteina podmiotem podejmującym decyzje w gospodarce jest zawsze człowiek (nie gospodarstwo domowe czy przedsiębiorstwo), a w praktyce gospodarczej występuje „nieefektywność X”. Jest to różnica pomiędzy potencjalną efektywnością, jaka mogłaby być osiągnięta, gdyby przedsiębiorstwo minimalizowało koszty, a ludzie w przedsiębiorstwie wkładali maksymalny wysiłek w wykonywaną przez siebie pracę, a efektywnością osiąganą faktycznie przy wkładanym przez ludzi wysiłku. Jest to zatem nieefektywność, która nie wynika z błędnej alokacji zasobów. Z występowania „nieefektywności X” wynika, że możliwe jest uzyskiwanie różnych efektywności przy zbliżonych nakładach, co wskazuje na duże znaczenie odpowiedniego motywowania ludzi do maksymalnej efektywności. Por. H. Leibenstein, *Allocative Efficiency vs. „X-efficiency”*, *American Economic Review*, 56 (3), June 1966, s. 392-415; J. Potts, „X-Efficacy” vs X-Efficiency, rozdział przygotowany do pracy zbiorowej: Roger Frantz (red.), *„Renaissance in Behavioral Economics”*, Routledge 2006, <http://www-rohan.sdsu.edu/~frantz/docs/Potts.pdf>

2) maksymalizację zysku jako naczelną cel przedsiębiorstwa podważyła m.in. teoria agencji czy teoria ograniczonej racjonalności H. Simona;

3) założenie o dążeniu gospodarki do równowagi zostało podważone przez koncepcję przedsiębiorcy-innowatora J. Schumpetera;

4) założenie o podstawowych podmiotach w gospodarce podważa teoria mikro-mikro H. Leibensteina, według której w gospodarce działają jedynie poszczególni ludzie.

Poza podważeniem czterech podstawowych założeń, teorie alternatywne zwróciły uwagę na zagadnienia ignorowane przez teorię tradycyjną, takie jak:

- wprowadzenie kategorii przedsiębiorcy do modelu wyjaśniającego funkcjonowanie firmy;
- wpływ rozdzielenia własności od zarządzania na cel i sposób zachowania się przedsiębiorstwa;
- zależność pomiędzy preferencjami i motywacjami ludzi zatrudnionych w przedsiębiorstwie a jego celem i zachowaniami;
- zależność pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a jego celem i zachowaniami;
- zależność pomiędzy strukturą i charakterem kontraktów zawieranych przez przedsiębiorstwo a jego zachowaniami⁶⁵.

Wśród alternatywnych teorii przedsiębiorstwa wymienić można⁶⁶:

- teorię innowacji i przedsiębiorcy J. Schumpetera;

(dostęp 16.11.2007), s. 3; H. Leibenstein, Poza schematem „homo oeconomicus”, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1988, s. 17-19; T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 287.

⁶⁵ Por. T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 127.

⁶⁶ Przedstawiony tu podział na poszczególne alternatywne teorie przedsiębiorstwa traktować należy jako umowny. Trudno bowiem wyznaczyć ostre granice pomiędzy nimi, ponieważ kolejni badacze czerpali z dorobku poprzedników, nie zamykając się w sztywnych ramach jednej teorii. Spotkać można ponadto różne klasyfikacje. Por. D. Neuberger, What's Common to Relationship Banking and Relationship Investing? Reflections within the Contractual Theory of the Firm, University of Rostock, September 2005, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 22.11.2007), s. 7; T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt.; M. Gorynia, op. cit., s. 21, 57.

Warto zauważyć, że w teorii przedsiębiorstwa zauważyć można mnożenie bytów ponad potrzeby i tworzenie nowych „teorii”, a czasem tylko nowych nazw dla ujęć, które z powodzeniem mogłyby pomieścić się w istniejących już nurtach, czego przykładem jest podejście oparte na kompetencjach, oparte na zasobach, oparte na potencjale (możliwościach, umiejętnościach) przedsiębiorstwa (ang. competence-based, resource-based, capabilities approach) czy strategiczna teoria firmy (ang. strategic theory of the firm). Poza tym spotkać można teorie niekwalifikujące się do żadnej z powyższych grup (np. poznawcza teoria firmy). Por. B. Nooteboom, Elements of a cognitive theory of the firm, Paper for symposium on cognition & economics, Great Barrington MA. USA, 17-20 July 2003, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006); N.J. Foss, Thorstein..., wyd. cyt., s. 9; R.P. Rumelt, Towards a strategic theory of the firm, w: R.B. Lamb (red.), Competitive Strategic Management, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ 1984, s. 556-570.

- instytucjonalne teorie przedsiębiorstwa;
- koncepcję kosztów transakcyjnych R. Coase'a;
- teorię kontraktualną i szkołę praw własności;
- teorię agencji oraz koncepcje wewnętrznej i zewnętrznej własności;
- teorię mikro-mikro H. Lebensteina;
- teorie menedżerskie;
- teorię ograniczonej racjonalności H. Simona;
- behawioralną teorię przedsiębiorstwa;
- nową ekonomię instytucjonalną;
- biologiczne i ewolucyjne teorie przedsiębiorstwa;
- szkołę zasobów i kompetencji.

Analiza alternatywnych teorii przedsiębiorstwa wskazuje, że żadna z nich nie zajmuje się całościowo przedsiębiorstwem zarządzanym przez właścicieli. Przyczyną tego stanu rzeczy doszukiwać się można w tym, że rozwój przedsiębiorstwa wymusił z czasem rozdzielenie funkcji zarządczych od właścicielskich, w konsekwencji niejako naturalnie alternatywne teorie przedsiębiorstwa zajęły się nowymi typami przedsiębiorstw, powstającymi w nich nowymi zjawiskami⁶⁷, koncentrując uwagę właśnie na przedsiębiorstwach, w których funkcje zarządcze i właścicielskie są rozdzielone. W tych też przedsiębiorstwach jaskrawo występowały zjawiska wskazujące na nieadekwatność teorii tradycyjnej. Spowodowało to „zaniedbanie” przez teorię firmy przedsiębiorstw, w których rozdzielenie to nie ma miejsca.

Mając świadomość braku teorii koncentrującej się na podmiocie rozprawy, w dalszej jej części dokonano przeglądu alternatywnych teorii przedsiębiorstwa w poszukiwaniu tego, co mogłoby być pomocne w wyjaśnieniu specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Wskazano także na niektóre z ustaleń poszczególnych teorii odnoszące się do koncepcji zarządzania przez wartość.

W dalszej części rozprawy odniesiono się do tych teorii, które dotyczą problematyki poruszanej w rozprawie.

Pierwszą z teorii alternatywnych, która odnosi się do tematyki rozprawy jest **koncepcja innowacji i przedsiębiorcy J. Schumpetera**. Według J. Schumpetera motorem zmian w gospodarce, a zarazem źródłem osiągania zysku nadzwyczajnego (czystego), są innowacje⁶⁸. Ze stwierdzenia tego wynikają konsekwencje dla zarządzania przez wartość. Skoro bowiem zysk czysty powstaje po pokryciu

⁶⁷ Choć uznaje się, że teoria firmy powinna wyjaśniać powód istnienia przedsiębiorstw, różnice pomiędzy nimi, ich granice oraz wewnętrzną organizację, to wiele teorii alternatywnych dotyka jednego z tych zagadnień, będąc często reakcją na zjawisko zaobserwowane w przedsiębiorstwach. Por. N.J. Foss, P.G. Klein, *Entrepreneurship...*, wyd. cyt., s. 2; J.W. Stoelhorst, E.M. van Raaij, *op.cit.*, s. 2.

⁶⁸ Problematyce tej poświęcony jest czwarty rozdział dzieła J. Schumpetera: *Teoria rozwoju gospodarczego*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1960, s. 204-250. Por. także M. Blaug, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 475; M. Gorynia, *op. cit.*, s. 17.

wszystkich kosztów, w tym kosztów alternatywnych (kosztu kapitału), to powstawanie zysku czystego jest równoznaczne z tworzeniem wartości (osiąganiem stopy zwrotu przewyższającej minimalną wymaganą stopę zwrotu, czyli koszt kapitału). Zatem w terminologii zarządzania przez wartość oznacza to, że J. Schumpeter w innowacji upatrywał głównego (jeśli nie jedyne) źródła tworzenia wartości.

Zmiany innowacyjne J. Schumpeter podzielił na trzy fazy:

1) pomysł (ang. invention) – może to być zarówno przełomowy wynalazek, jak i koncepcja zmian dotyczących produktu, rynku, procesu produkcyjnego, organizacji przedsiębiorstwa;

2) wprowadzenie innowacji (ang. innovation) – kluczowa, nierzadko bardzo długa faza, zmierzająca do umiejscowienia pomysłu na rynku;

3) dyfuzja (ang. diffusion) – upowszechnienie innowacji za sprawą naśladowców.

W ujęciu J. Schumpetera bardzo istotną rolę w przeprowadzeniu zmian innowacyjnych odgrywa przedsiębiorca⁶⁹. To przedsiębiorca wybiera pomysł, który umożliwi osiągnięcie zysków nadzwyczajnych, dzięki zdolnościom organizacyjnym uczestniczy w przetworzeniu pomysłu w efekt końcowy, znajdując źródła finansowania innowacji. Rola przedsiębiorcy jest tak ważna, ponieważ dopiero po uplasowaniu innowacji na rynku może ona przynieść zyski nadzwyczajne. Te z kolei przyciągają naśladowców, co prowadzi do dyfuzji innowacji i zanikania zysków nadzwyczajnych⁷⁰. Stąd rzeczywistym źródłem wzrostu gospodarczego w skali makroekonomicznej, a tworzenia wartości w skali mikroekonomicznej jest działalność innowacyjnego przedsiębiorcy, a nie masowa aktywność ludzi biznesu, którzy są nie ponoszącymi ryzyka naśladowcami⁷¹.

Ujęcie przedsiębiorczości J. Schumpetera nakazuje odrzucić założenie obecne w teorii tradycyjnej, że przedsiębiorca jest wynagradzany tak samo jak inne czynniki produkcji (ziemia, praca i kapitał), tzn. stosownie do ich krańcowej produktywności. Ponieważ przedsiębiorczość to pewien kompleks działań i predyspozycji konkretnego człowieka lub grupy ludzi, który jest niepodzielny, niejednorodny i nieporównywalny w różnych przedsiębiorstwach, pomiar krańcowej produktywności tego czynnika produkcji jest niemożliwy⁷².

Koncepcja J. Schumpetera jest szczególnie interesująca i aktualna w odniesieniu do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Stanowi niejako

⁶⁹ Przedsiębiorca u J. Schumpetera jest typem szczególnym. Por. J. Schumpeter, *Teoria...*, wyd. cyt., s. 129-150.

⁷⁰ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 196.

⁷¹ Por. H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 401; K. Sobiech, B. Woźniak, *Inne nurty współczesnej ekonomii alternatywnej*, w: M. Ratajczak (red.), op. cit., s. 164.

⁷² Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 197-198.

pochwałę i głos wspierający dla tego typu podmiotów. W przypadku tego rodzaju firm często można mówić w pełni o przedsiębiorcy-innowatorze. Powstają one bowiem niejednokrotnie z inicjatywy innowatora, który wprowadza własny pomysł w życie. Jest to zatem sytuacja, w której ta sama osoba (lub grupa osób) jest animatorem działań zarówno w pierwszej, jak i w drugiej fazie procesu innowacji⁷³.

Inaczej akcenty dotyczące problematyki rozprawy rozkłada **teoria kontraktualna oraz szkoła praw własności**⁷⁴.

⁷³ W tym kontekście interesujące wydają się uwagi J. Schumpetera o przyszłym rozwoju i ewentualnym upadku kapitalizmu. Przewidywał on, że w wyniku sukcesu stanie on w miejscu. Istotnym powodem tej sytuacji będzie upadek innowacyjnego i ryzykującego przedsiębiorcy. Wzrost wielkiego przedsiębiorstwa, będący efektem sukcesów przedsiębiorcy, stopniowo doprowadzi do wyeliminowania nieefektywnej konkurencji. Jednak wkrótce wielkie przedsiębiorstwo stanie się ostrożne, przestanie podejmować ryzyko, a o jego działalności nie będą decydować innowacyjni przedsiębiorcy, tylko biurokratyczne zarządy. Zastąpią one przedsiębiorców asekuranckimi menedżerami, a własność wielkich korporacji stanie się anonimowa. W konsekwencji tego procesu J. Schumpeter przewidywał wyeliminowanie licznych i drobnych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, co spowoduje zniszczenie dawnej koncepcji własności prywatnej i znikanie poparcia dla kapitalizmu aż do jego upadku.

Te odważne prognozy pokazują jak wielkim wizjonerem był J. Schumpeter. Choć jego przewidywania dotyczące zanikania innowacyjnej przedsiębiorczości i przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dotychczas się nie spełniły (po fazie dominacji dużych przedsiębiorstw, od połowy lat 70-tych XX wieku nastąpił renesans małych i średnich), to mechanizm dotyczący przekształceń w wielkich przedsiębiorstwach wydaje się trafnie opisywać niektóre problemy współczesnych korporacji. Por. J.A. Schumpeter, *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 161-200; H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 402; K. Sobiech, B. Woźniak, *Historyczne korzenie współczesnej ekonomii alternatywnej*, w: M. Ratajczak (red.), op. cit., s. 131; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 200.

⁷⁴ Obie szkoły poddają analizie transakcje. Szkoła praw własności stwierdza, że w większości przypadków transakcje dotyczą całej wiązki praw i dopiero zbadanie wszystkich praw będących przedmiotem transakcji (kontraktu) ujawnia jej rzeczywistą wartość. W podejściu kontraktualnym przedsiębiorstwo jawi się jako „splot kontraktów” (ang. nexus of contracts) zawieranych przez głównego „kontraktora” (czyli przedsiębiorcę) w celu uzyskania kontroli nad zasobami.

Podobieństwo obu szkół powoduje, że bywają utożsamiane (jak u N.J. Fossa i P.G. Kleina) lub poszczególni przedstawiciele zaliczani są do obu tych szkół jednocześnie, np. T. Gruszecki przytoczony poniżej artykuł A. Alchiana i H. Demsetza zalicza do teorii kontraktualnej, natomiast K. Sobiech i B. Woźniak wymieniają dwóch wspomnianych autorów jako najważniejszych przedstawicieli szkoły praw własności. Ponadto spotkać można szersze rozumienie teorii kontraktualnych, do których zalicza się ekonomię kosztów transakcyjnych O.E. Williamsona, teorie wiązki kontraktów oraz praw własności, jak również teorię agencji. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 217, 265; K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia instytucjonalna*, w: M. Ratajczak (red.), op. cit., s. 148; M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 4; N.J. Foss, P.G. Klein, *The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment*, prepared for J.-M. Glachant and E. Brousseau (eds.) „*New Institutional Economics: A Textbook*”, Cambridge: Cambridge University Press, wersja z 22.08.2005, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006), s. 2; N.J. Foss, *Capabilities and the Theory of the Firm*, Danish Research Unit for Industrial Dynamics, Working Paper No. 96-8, czerwiec 1996, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006), s. 4.

Teoria kontraktualna A. Alchiana i H. Demsetza postrzegająca przedsiębiorstwo jako organizatora pracy zespołowej⁷⁵ dotyka kilku zagadnień związanych z tematyką rozprawy. Jednym z nich jest próba odpowiedzi na pytanie, czy skuteczność w rozwiązywaniu problemu mierzenia i nadzoru zależy od typu przedsiębiorstwa, szczególnie ze względu na stopień, w jakim centralny kontraktor posiada wiązkę praw przedsiębiorcy⁷⁶.

Rozważania A. Alchiana i H. Demsetza prowadzą do postrzegania przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli jako podmiotu skuteczniejszego w monitorowaniu i nadzorze niż wielka korporacja, ponieważ w tych podmiotach wiązka praw przedsiębiorcy jest w posiadaniu zarządzających właścicieli, natomiast w korporacji z rozproszoną własnością prawa przedsiębiorcy są rozproszone pomiędzy właścicieli i menedżerów.

Ponadto teoria ta każe postawić pytanie, dlaczego niektóre przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli zwiększają swoje rozmiary, a inne pozostają niewielkie.

Rozważania A. Alchiana i H. Demsetza sugerują, że przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, w których występuje wspólne dzielenie zysków (ang. profit-sharing firms) będą zwiększały swoje rozmiary do pewnej granicy i nie staną się nigdy dużymi firmami. Istota tego typu przedsiębiorstw sprowadza się do dzielenia zysku pomiędzy wszystkich członków zespołu. Uczestniczenie w zyskach stanowi istotny bodziec dla poszczególnych członków zespołu motywujący do

⁷⁵ A. Alchian i H. Demsetz rozwijając rozważania R. Coase'a, różnic pomiędzy kooperacją na rynku a kooperacją wewnątrz przedsiębiorstwa dopatrują się w używaniu przez firmę pracy zespołowej w odniesieniu do nakładów używanych w produkcji oraz centralnej pozycji jednej osoby w zawieraniu i modyfikowaniu umów z pierwotnymi właścicielami czynników produkcji. Przedsiębiorstwo jest więc tutaj postrzegane jako wiązka kontraktów, dzięki której możliwa jest organizacja pracy zespołowej, a odpowiedzi wymaga pytanie o powody, dla których firma jest efektywna dla pracy zespołowej. Por. A.A. Alchian, H. Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, The American Economic Review, 1972 nr 62, s. 777-795; T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 266.

⁷⁶ A. Alchian i H. Demsetz dowodzą, że aby uniknąć zmniejszania wysiłku kosztem innych członków zespołu (czyli zachowań oportunistycznych, opisywanych też angielskimi terminami: shirking – „objanie się”, free-rider problem – problem „pasażera na gapę”, moral hazard – ryzyko moralne), należy ustanowić centralnego nadzorcę i kontraktora dysponującego wiązką praw, w skład której wchodzi prawo do rezydualnej nadwyżki netto, prawo obserwacji i kontroli używania nakładów przez członków zespołu, wyłączne prawo zawierania umów o wykorzystanie czynników produkcji, prawo do wymiany członków zespołu oraz prawo do przeniesienia na kogoś innego powyższych praw. Por. A.A. Alchian, H. Demsetz, op. cit., s. 780-782; H. Demsetz, op. cit., s. 151; K. Sobiech, B. Woźniak, Ekonomia..., wyd. cyt., s. 153; T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 268-269.

Oportunizm to najsilniejsza forma pogoni za własnym interesem, będąca przy tym zamknięta, skryta, przebiegła i podstępna. W ekonomii neoklasycznej założeniem motywacyjnym jest otwarte, czyli proste kierowanie się interesem własnym, które scharakteryzowane może być jako pół-silna (średnia) forma pogoni za interesem własnym. Najślabszą formą tej pogoni jest posłuszeństwo. Por. O.E. Williamson, Ekonomiczne instytucje kapitalizmu, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 56, 60-62.

intensywnej pracy. Pozwala to uniknąć uchylania się od wysiłku przez członków zespołu. Alternatywą dla takiego sposobu wynagradzania za pracę zespołową jest ustanowienie centralnego nadzorca. Dlatego wspólne dzielenie zysku ma sens tylko wtedy, kiedy zyski ze zmniejszenia bodźców do oszukiwania przewyższają straty wynikłe z rezygnacji z centralnego nadzoru. W konsekwencji to rozwiązanie nadaje się dla małych firm o strukturze spółek z małą liczbą wspólników, takich jak świadczące specjalistyczne usługi profesjonalne np. zespół adwokacki czy prywatna klinika lekarska lub artystyczne np. pracownia artystyczna.

Ponieważ w tego typu podmiotach prace wykonywane przez poszczególnych członków zespołu są skomplikowane, a ich wkład niekiedy trudno mierzalny, ustanowienie centralnego nadzorca wymagałoby osoby o wyższych kwalifikacjach niż osoba nadzorowana, co istotnie zwiększałoby koszty, powodując nawet nieopłacalność pracy zespołowej⁷⁷. Natomiast wspólne dzielenie zysków jest po prostu tańsze⁷⁸. W tym kontekście unikanie nadmiernego marnotrawienia wysiłków zespołu przez „obijanie się” jednego z jego członków jest powodem, dla którego ten typ przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli pozostaje z reguły podmiotem niewielkim.

Natomiast te przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, dla których efektywniejszym od wspólnego dzielenia zysków jest ustanowienie centralnego kontraktora i nadzorca, z reguły zwiększają swoje rozmiary, gdy natrafią na dogodne warunki.

Rozumowanie A. Alchiana i H. Demsetza prowadzi także do odpowiedzi na pytanie, dlaczego przedsiębiorstwa ze wspólnym dzieleniem zysków zawierane są często wśród znajomych czy krewnych. W takiej sytuacji wspólnicy mają bowiem z reguły więcej informacji o sobie niż w innych typach organizacji pracy zespołowej, w tym o indywidualnych motywacjach, pracowitości i skłonności do przerzucania wysiłku na innych⁷⁹. To wzajemne poinformowanie i zaufanie do siebie zmniejsza negatywne konsekwencje wynikające z braku centralnego nadzorca⁸⁰.

Rozrastające się przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli nabierać może coraz więcej cech charakterystycznych dla dużej korporacji, jednak pozostaje jedna zasadnicza różnica. W korporacji możliwość przeniesienia prawa własności bez konieczności informowania innych właścicieli powoduje, że akcjonariusze nie muszą

⁷⁷ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 271.

⁷⁸ Tendencja do tworzenia się podmiotów ze wspólnym dzieleniem zysków celem uniknięcia uchylania się od wysiłku wystąpi zatem w sytuacji, w której zarządzanie poszczególnymi zasobami jest relatywnie drogie lub nieefektywne, jednak, o czym należy pamiętać, nadal praca zespołowa jest bardziej produktywna niż oddzielne wytwarzanie dóbr i ich wymiana rynkowa. Por. A.A. Alchian, H. Demsetz, op. cit., s. 786.

⁷⁹ Por. tamże, s. 790.

⁸⁰ W praktyce jednak nawet w przedsiębiorstwach tego typu jedna z osób, choć czasem nieoficjalnie, przejmuje obowiązki centralnego kontraktora.

kontrolować się nawzajem i koncentrują się na monitorowaniu zarządu, który ze względu na istniejącą konkurencję wśród menedżerów jest motywowany do dbania o kondycję spółki⁸¹. Natomiast w dużych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli działających w formie spółki akcyjnej odwołanie zarządu może okazać się niemożliwe, nawet w wypadku systematycznie pogarszających się wyników i malejącej efektywności działania przedsiębiorstwa⁸².

Innym ważnym zagadnieniem jest rozstrzygnięcie kwestii, które zasoby przedsiębiorstwo powinno posiadać na własność, a które wynajmować. Przed taką decyzją staje wiele przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dysponujących ograniczonym kapitałem. Zgodnie z argumentacją A. Alchiana i H. Demsetza przedsiębiorstwo będzie dążyło do posiadania na własność tych czynników produkcji, które wolno tracą na wartości, są płynne, a ich okres używania w przedsiębiorstwie w porównaniu do ich ekonomicznego życia jest wystarczająco długi oraz zależy od sposobu używania, który może być kształtowany dzięki monitorowaniu wewnątrz firmy⁸³. Także te zasoby, które mają specjalne znaczenie, wymagające też często specjalnego monitorowania, są z reguły własnością przedsiębiorstwa.

Wskazać należy także na związek teorii A. Alchiana i H. Demsetza z koncepcją zarządzania przez wartość. Jednym z celów systemów zarządzania opartych na tej koncepcji jest bowiem rozwiązanie problemu właściwego mierzenia wysiłku (produktywności) i wynagradzania członków zespołu w pracy grupowej. Ustalenia A. Alchiana i H. Demsetza pokazują, że efektywność przedsiębiorstwa zależy nie tylko od ograniczenia kosztów monitoringu przy możliwie wysokim wyniku, ale przede wszystkim od właściwego motywowania pracowników do wzmożonego wysiłku, tak aby ryzyko uchylania się od pracy i innych zachowań oportunistycznych ograniczyć do minimum⁸⁴.

⁸¹ Por. tamże, s. 788. W tym ujęciu cel w postaci zwiększania wartości dla właścicieli jawi się jako element spinający efektywne monitorowanie zarządu, ponieważ w wypadku niewystarczającej efektywności zarząd może zostać wymieniony.

⁸² Należy zauważyć, że istnieją charakterystyki, które istotnie mogą podwyższyć efektywność pracy zespołowej, nie zwiększając kosztów monitorowania. Są nimi lojalność i „duch zespołu”. Powodują one odejście pracowników w pracy zespołowej od zachowań oportunistycznych. Pracownicy lojalni przejmują na siebie część kosztów monitorowania, zwiększając jednocześnie efektywność pracy zespołu. Stosunki oparte na lojalności członków zespołu względem siebie i względem firmy, tworzące swoistego ducha zespołu powodują osiąganie nadzwyczaj wysokich wyników. Problem polega jednak na tym, że lojalności pracowników nie można osiągnąć odgórnym zarządzeniem, lecz trzeba ją budować długofalowo, tworząc określone postawy i kreując odpowiednią kulturę organizacji. Por. tamże, s. 790.

⁸³ Por. A.A. Alchian, H. Demsetz, op. cit., s. 792; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 275.

⁸⁴ W odróżnieniu od teorii tradycyjnej A. Alchian i H. Demsetz ustalili, że to nie produktywność kreuje wynagrodzenie, tylko odpowiednio ustalony system wynagrodzeń w pracy zespołowej, zachowujący relację pomiędzy nakładami a wynagrodzeniem, stymuluje

Ustalenia szkoły praw własności (ang. property rights school)⁸⁵ odnoszą się zarówno do podmiotu, jak i do przedmiotu rozprawy, ponieważ dotyczą wartości przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli, rozumianej jako wartość prawa jego własności. Szkoła praw własności utrzymuje bowiem, że o wartości danego dobra decyduje rodzaj i kształt związanego z nim prawa własności⁸⁶. Dokładnie zdefiniowane prawo własności daje właścicielowi swobodę w jego wykorzystywaniu w określonym czasie⁸⁷. Służy tym samym do redukcji niepewności co do przyszłych zdarzeń, umożliwiając planowanie⁸⁸.

Szczególny wpływ na wartość prawa własności ma jego wyłączność oraz transferowalność. Zgodnie z ustaleniami szkoły praw własności wartość wiązki praw rośnie wraz ze wzrostem wyłączności praw wobec osób trzecich⁸⁹ i precyzji ich zdefiniowania. Wynika to z faktu, że prawa niedomknięte, tzn. zdefiniowane nieostro, a zatem dopuszczające pewną ingerencję ze strony osób trzecich, mają wyższe koszty ich egzekucji i ochrony przed naruszeniem⁹⁰. Szkoła praw własności postrzega zatem przedsiębiorstwa zarządzane przez jednego właściciela jako

produktywność. Por. A.A. Alchian, H. Demsetz, op. cit., s. 778-779; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 267.

⁸⁵ Interesujący przegląd poglądów różnych reprezentantów szkoły praw własności znaleźć można w: K. Foss, N. Foss, *Assets, Attributes and Ownership*, Copenhagen Business School, Institut for Industriøkonomi og Virksomhedsstrategi, Working Paper 2000-3, 5th revision, 9. January 2000.

⁸⁶ Większość dóbr ma wiele atrybutów, przez które rozumieć należy ich cechy i możliwe zastosowania. Niekiedy bardziej owocnym okazuje się skoncentrowanie na własności tych atrybutów, a nie własności samych aktywów. Y. Barzel twierdzi nawet, że własność w sensie ekonomicznym odnosi się raczej do atrybutów aktywów niż do samych aktywów, ponieważ większość dóbr posiada wiele atrybutów, w tym także takich, których istnienia sobie nie uświadamiamy, a niekiedy świadomie ich nie precyzujemy np. ze względu na wysokie koszty pomiaru ich wartości (jeśli celem rozważań jest określenie struktury własnościowej, która maksymalizuje wartość dobra). Por. K. Foss, N. Foss, op. cit., s. 9-10.

⁸⁷ Prywatna własność dowolnego czynnika produkcji daje właścicielowi, w dokładnie zdefiniowanych granicach, prawo wyłącznego decydowania o sposobie używania czynnika produkcji, prawo osiągania dochodu z używania czynnika produkcji oraz prawo przeniesienia własności lub jego wymiany z kimkolwiek innym. Por. S.N.S. Cheung, *The Contractual Nature of the Firm*, *Journal of Law and Economics*, vol. XXVI, April 1983, s. 4.

⁸⁸ Prawa własności nie dają jednak całkowitej pewności, bowiem mogą zostać bezprawnie naruszone. Ewentualna obrona praw własności wiąże się z pewnymi kosztami, co nie pozostaje bez wpływu na wartość samego prawa, a zatem również na wartość dobra, którego dotyczy. Na wartość tę wpływają zatem także uwarunkowania instytucjonalne w zakresie istnienia i możliwości egzekucji praw własności, przy czym mogą one być różnie regulowane w różnych ustrojach gospodarczych, krajach, regionach, różnych okresach historycznych. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 145.

⁸⁹ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 146.

⁹⁰ Skoro podstawowym warunkiem wartości praw własności jest ich wyłączność, to wyłania się z tego podstawowe zadanie państwa, które stworzyć powinno takie warunki, aby zapewnić przestrzeganie i egzekucję tych praw. Jeśli bowiem możliwość dochodzenia praw przed sądem jest jedynie iluzoryczna, to wartość takich praw zdecydowanie spada.

podmioty prawa własności o wyższej wartości, ponieważ cechuje je największe prawdopodobieństwo trafności przewidywań co do braku ingerencji w to prawo ze strony osób trzecich. Również spółki zarządzane przez kilku właścicieli z perspektywy praw własności wydają się wartościowymi podmiotami, ponieważ wszyscy właściciele uczestniczący w zarządzaniu mogą się nawzajem kontrolować w korzystaniu z prawa własności przedsiębiorstwa. W tym świetle negatywnie należy ocenić korporacje z rozproszoną własnością czy spółdzielnie. Stanowią one prawa własności grupowej, w których skłonność do zwiększania własnych pożytków kosztem innych podmiotów grupowego prawa własności, a także wartości podmiotu jest większa⁹¹. Co ważniejsze w podmiotach praw własności grupowej próby zwiększania własnych pożytków kosztem wartości podmiotu mogą podejmować nie tylko właściciele, lecz również osoby nie będące właścicielami, a jedynie zarządzające⁹².

Bardzo istotna dla wartości prawa własności jest możliwość jego przenoszenia (transferowalność). Ograniczenia transferowalności takiego prawa zmniejszają jego wartość⁹³. W tym kontekście prawo własności przedsiębiorstwa niegieldowego cechuje niższa wartość niż prawo własności porównywalnej spółki giełdowej, bowiem możliwości ich zbycia w krótkim czasie i bez znacznej utraty wartości są różne. Dodatkowe ograniczenie transferowalności prawa własności dotyczy przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli działających w formach prawnych, w których wyzbycie się udziału we własności przez jednego ze współników wymaga zgody pozostałych.

Ustalenia dotyczące wpływu wyłączności i transferowalności praw własności na ich wartość bezpośrednio odnoszą się do zakresu przedmiotowego rozprawy, czyli zarządzania przez wartość, a w szczególności do problematyki wyceny. Ustalenia szkoły praw własności pozostawiły bowiem ślad w metodyce wyceny. Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstwa uwzględnia wpływ wyłączności i transferowalności na wartość prawa własności poprzez zastosowanie premii za kontrolę oraz dyskonta z tytułu braku płynności.

⁹¹ Zgodnie z tym rozumowaniem największą wartość mają prawa własności prywatnej, mniejszą – prawa własności grupowej (np. spółdzielnie, gminy), a najmniejszą – prawa własności kolektywnej (np. własność państwowa). Wynika to z faktu, że kolektywne podejmowanie decyzji może być trudne. Problem ten rozwiązuje się często, ustanawiając osobę, która wykonuje prawo własności w imieniu wszystkich. Ma ona jednak zupełnie różną od prywatnego właściciela motywację, ponadto pokusa zwiększania własnych pożytków kosztem innych nie znajduje żadnych ograniczeń. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 146.

⁹² Myśl tę rozwija teoria agencji.

⁹³ Z tego powodu własność publiczna, ponieważ jest nietransferowalna, nie posiada jednej z najważniejszych cech decydujących o wartości praw własności. Szkoła praw własności podkreśla związek pomiędzy typem zasobów, typem kontraktu a najefektywniejszym kształtem prawa własności w przedsiębiorstwie. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 147-148.

Związek pomiędzy szkołą praw własności a metodyką wyceny przedstawiono w tabeli 1.1.

Tabela 1.1

Związek pomiędzy szkołą praw własności a metodyką wyceny przedsiębiorstwa

Szkoła praw własności	Metodyka wyceny przedsiębiorstwa
Czynniki wpływające na wartość prawa własności: <ul style="list-style-type: none"> • wyłączność prawa własności • transferowalność prawa własności 	Elementy wpływające na wycenę przedsiębiorstwa: <ul style="list-style-type: none"> • premia za kontrolę • dyskonto z tytułu braku płynności

Źródło: opracowanie własne.

Uwzględnienie wyłączności i transferowalności prawa własności ma szczególne znaczenie w przypadku niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, dlatego też w procesie ich wyceny należy uwzględnić najczęściej oba elementy:

- premię za kontrolę – właściciel (właściciele) posiadają zazwyczaj kontrolę nad podmiotem; większościowy udział we własności pozwalający przejąć kontrolę nad podmiotem ma wyższą wartość niż udział mniejszościowy;
- dyskonto z tytułu braku płynności – własność przedsiębiorstwa, którego akcje nie są notowane na giełdzie papierów wartościowych nie posiada waloru płynności; ewentualna sprzedaż nie mogłaby się odbyć natychmiastowo i bezkosztowo, wymagałaby czasu potrzebnego na znalezienie potencjalnych kupujących oraz pochłonęłaby środki pieniężne na przygotowanie i doprowadzenie do skutku transakcji sprzedaży; dlatego też wartość przedsiębiorstwa pozbawionego waloru płynności (natychmiastowej i niemal bezkosztowej transferowalności prawa własności) powinna być niższa od wartości przedsiębiorstwa obdarzonego tym walorem; tę różnicę odzwierciedla dyskonto z tytułu braku płynności.

Teoria agencji (ang. agency theory)⁹⁴ jest związana zarówno z podmiotem, jak i z przedmiotem pracy. Leży ona w centrum problematyki rozprawy, gdyż koncentruje się na zjawisku, które posłużyło jako kryterium wyróżnienia jej zakresu podmiotowego. Ponadto przedmiot rozprawy, czyli zarządzanie przez wartość jest koncepcją wyrosłą na gruncie ustaleń, jakie poczyniła rozwijająca się teoria agencji.

Teoria agencji skupia się na specyficznym typie umów o asymetrycznej pozycji stron (kontrakty typu: pryncypał-agent), zwłaszcza stosunków zatrudnienia w przedsiębiorstwie⁹⁵.

⁹⁴ Nazywana też w języku polskim teorią przedstawicielstwa. Por. A. Ehrbar, EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa, WIG-Press, Warszawa 2000, s. XIII.

⁹⁵ Warto zauważyć, że asymetryczne relacje typu pryncypał-agent istnieją także na rynku. Na powszechność występowania relacji agencji wskazują M.C. Jensen i W.H. Meckling. Podkreślają przy tym, że analizując koszty agencji wynikające ze stosunków kontraktowych między właścicielami a ścisłym kierownictwem, zajmują się jedynie „małą częścią generalnego problemu”. Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 7; K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia...*, wyd. cyt., s. 153.

Problem agencji w przedsiębiorstwie, traktowanym jako wiązka kontraktów zorganizowana dla celowego wykorzystania zasobów, jest konsekwencją występowania różnych typów umów, w których występują dwie strony – strona zlecająca działanie (pryncypał) oraz wykonawca (agent), przy czym agent zobowiązuje się działać w interesie pryncypała⁹⁶. Problem agencji wynika z istnienia (przynajmniej potencjalnego) konfliktu interesów pomiędzy pryncypałem a agentem⁹⁷. Ludzka skłonność do zachowań oportunistycznych powoduje, że agent może przedkładać własne cele i ambicje ponad interes pryncypała.

Zachowania te powodują koszty agencji, tj. koszty, które by nie wystąpiły, gdyby agent działał zgodnie z interesem pryncypała albo gdyby pryncypał działał sam, nie korzystając z pośrednictwa agenta. Do kosztów agencji zalicza się:

- koszty monitorowania agenta przez pryncypała (ang. monitoring costs);
- koszty związania interesu agenta z interesem pryncypała (ang. bonding costs) – wydatkowane, aby zagwarantować postępowanie agenta nieczyniące szkody pryncypałowi lub też by zapewnić rekompensatę pryncypałowi, gdyby działania szkodliwe zostały przez agenta podjęte;
- stratę rezydualną (ang. residual loss) – pieniężny ekwiwalent redukcji bogactwa pryncypała wynikający z rozbieżności pomiędzy decyzjami podjętymi przez agenta a decyzjami, które maksymalizowałyby bogactwo pryncypała⁹⁸.

Koszty agencji są naturalnym i nieuniknionym rezultatem stosunków przedstawicielstwa w przedsiębiorstwie⁹⁹. W przedsiębiorstwie dążyć się powinno do minimalizowania kosztów agencji. Jeśli agent ma działać w interesie pryncypała, to ostateczny efekt zależeć będzie od bodźców, aby agent działał w interesie pryncypała, intensywności pracy agenta, jej związku z wynagrodzeniem i kryteriami jego ustalania oraz czynników zewnętrznych, na które agent nie ma wpływu¹⁰⁰.

Ograniczenie problemu agencji i wynikających z niego kosztów można

⁹⁶ Teoria agencji bywa redukowana do wyjaśniania relacji między właścicielem a menedżerem (z tego powodu teoria agencji bywa zaliczana do teorii menedżerskich), a w rzeczywistości stanowi rozwinięcie teorii kosztów transakcyjnych oraz teorii kontraktualnej. Por. A. Shleifer, R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, NBER Working Paper 5554, April 1996, <http://www.nber.org/papers/w5554> (dostęp 04.12.2007), s. 7.

⁹⁷ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 218-219; K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia...*, wyd. cyt., s. 153.

⁹⁸ Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 5-6. Interesujący przegląd przejawów kosztów agencji znaleźć można w: A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 14.

⁹⁹ Konstatację taką potwierdzają wnioski płynące z analizy M.C. Jensena i W.H. Mecklinga. Warto zauważyć, że została ona przeprowadzona przy założeniu, iż podstawowym kryterium efektywnościowym jest zwiększanie wartości przedsiębiorstwa. Autorzy Ci dowodzą przy tym, że wszędzie tam, gdzie istnieje relacja agencji pojawiają się odpowiadające jej koszty. Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 14-32.

¹⁰⁰ Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 220.

uzyskać dzięki¹⁰¹:

- ustanowieniu instytucji spełniających funkcje kontroli czy audytu;
- kształtowaniu kontraktu tak, aby zawierał bodźce motywujące agenta do zachowań zgodnych z interesem pryncypała.

Problem agencji w najczęściej analizowanej postaci występuje w spółkach akcyjnych cechujących się rozdziałem własności od zarządzania. Z reguły uwaga badaczy skupia się tutaj na problemie agencji na linii właściciel-menedżer. W przypadku przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli problem ten nie występuje, ponieważ właściciele są jednocześnie menedżerami. W konsekwencji nie występują związane z tym problemem koszty agencji, co stanowi niewątpliwą zaletę tego typu przedsiębiorstw w porównaniu do przedsiębiorstw zarządzanych przez wynajętych menedżerów.

Rozważania te prowadzą do wniosku, że te przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, które działają w takiej formie długookresowo, a nie tylko przejściowo na początkowych etapach istnienia, są obecne w tych rodzajach działalności (sektorach), które zagrożone są wysokimi kosztami agencji na linii właściciel – menedżer. W świetle tej teorii przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli traktować zatem można jako strukturę o niskich kosztach agencji¹⁰².

Nie oznacza to jednak, że problem agencji w ogóle przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nie dotyczy. Może on bowiem występować na niższych poziomach piramidy organizacyjnej takich podmiotów, a zatem pomiędzy właścicielem a kierownictwem średniego szczebla, niższym kierownictwem i szeregowymi pracownikami, generując koszty agencji na tych poziomach.

Ich pojawienie się i wielkość będzie zależeć od:

- preferencji agenta (kierownika, pracownika);
- łatwości, z jaką w podejmowaniu decyzji agent może przedkładać własne preferencje nad zwiększanie wartości dla właścicieli;
- kosztów monitorowania, w tym mierzenia i oceny wyników agenta;
- kosztów działań wiążących interes agenta z interesem pryncypała, w tym kosztów opracowania i wprowadzenia systemu motywacyjnego wiążącego interes agenta z interesem pryncypała, jak również kosztów opracowania i wprowadzenia zasad i procedur postępowania;
- konkurencji na rynku pracy (kosztów zastąpienia kierownika lub pracownika innym);
- możliwości sprzedaży przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym¹⁰³.

Wydaje się, że przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli mają przewagę

¹⁰¹ Por. K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia...*, wyd. cyt., s. 153; A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 12.

¹⁰² Ang. low agency cost financing arrangement. Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 69.

¹⁰³ Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 32-33.

nad korporacjami zarządzanymi przez menedżerów pod względem powyższych charakterystyk. Chodzi tu w szczególności o niższe koszty monitorowania i związania interesu agenta z interesem pryncypała, co wynikać może z bliskiej współpracy właścicieli z pracownikami, dającej możliwość bezpośredniego oglądu i oceny pracy agenta¹⁰⁴. Jej konsekwencją jest brak anonimowości poszczególnych pracowników czy kierowników dla pryncypała, cechującej niekiedy duże korporacje zarządzane przez menedżerów.

W tym kontekście interesujące wydają się także wnioski z badań nad nadzorem właścicielskim w korporacjach. Ustalono bowiem, że w dużych spółkach akcyjnych zarządzanych przez menedżerów występowanie dużych inwestorów powodujące skoncentrowanie własności, redukuje koszty agencji¹⁰⁵.

Wnioskując przez analogię, wskazać należy na konsekwencje przytoczonych powyżej obserwacji dla postrzegania kosztów agencji w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Jak już stwierdzono, problem agencji może być obecny w tych podmiotach na niższych poziomach piramidy organizacyjnej. W takiej sytuacji można przypuszczać, że występowanie jednego właściciela zarządzającego przedsiębiorstwem istotnie redukowałoby koszty agencji na niższych poziomach piramidy organizacyjnej, w porównaniu do bardziej rozdrobnionej struktury właścicielskiej.

Innym problemem jest fakt, że w dużych spółkach zarządzanych przez właścicieli i tak codzienne zarządzanie (decyzje na średnich i niższych szczeblach) odbywa się przez menedżerów. To oznacza, że występuje tam oddzielenie własności od faktycznego zarządzania, co upodabnia te podmioty do korporacji¹⁰⁶.

Problem agencji i związane z nim koszty nie występują jedynie w przypadku przedsiębiorstwa jednoosobowego¹⁰⁷. Jednak wraz z rozrostem firmy, zwiększaniem

¹⁰⁴ Na tę cechę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli uwagę zwrócił już A. Marshall.

¹⁰⁵ W sytuacji, gdy egzekwowanie praw właścicieli musi się opierać na systemie prawnym, duży inwestor nie potrzebuje tak wiele praw jak drobny akcjonariusz, aby ochraniać swój interes. Dlatego też występowanie dużych inwestorów jest najczęstszym sposobem sprawowania nadzoru właścicielskiego. A. Shleifer i R.W. Vishny przytaczają wyniki badań, które potwierdzają, że istnienie znaczących akcjonariuszy w korporacjach zmniejsza koszty agencji (polepsza wyniki przedsiębiorstw, doprowadza częściej do wymiany słabo spisujących się menedżerów, redukuje dyskrejonalne wydatki, takie jak wydatki na reklamę czy na rozrywkę), przy czym efektywność dużych inwestorów zależy od ich możliwości obrony własnych interesów. Por. A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 4, 28-29.

¹⁰⁶ Por. O. Hart, J. Moore, *Cooperatives vs. Outside Ownership*, NBER Working Paper 6421, February 1998, <http://www.nber.org/papers/w6421> (dostęp 04.12.2007), s. 45.

¹⁰⁷ Choć np. H. Demsetz przekonuje, że „problem agencji tkwi zarówno w każdym z nas, jak i w interakcjach pomiędzy nami” („the agency problem resides within each of us as well as in interactions between us”). Por. H. Demsetz, op. cit., s. 156.

Za jednoosobowe uważa się w rozprawie takie przedsiębiorstwo, którego właścicielem, zarządzającym i jedynym pracownikiem jest jedna i ta sama osoba. W takim znaczeniu

liczby osób będących częścią organizacji i tworzeniem kolejnych szczebli struktury organizacyjnej problem pryncypał-agent będzie się pojawiać¹⁰⁸.

W przypadku spółki kilku właścicieli pełniących jednocześnie funkcje zarządcze problem agencji może się pojawić na najwyższym poziomie piramidy organizacyjnej, bowiem nawet jeśli wspólnicy mają równy udział we własności, to rolę szefa (centralnego kontraktora i nadzorcy)¹⁰⁹ pełni jedna osoba. Wtedy może pojawić się problem agencji na linii szef – pozostali właściciele, a z pewnością istnieje groźba pojawienia się na najwyższym szczeblu zarządzania zachowań oportunistycznych.

Do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli odnosić się może ponadto w pełni problem agencji na linii właściciel/menedżer – wierzyciel¹¹⁰. Może on być szczególnie wyraźny w odniesieniu do tych podmiotów, w przypadku których ocena ryzyka przez wierzycieli jest utrudniona np. na skutek ograniczonej ewidencji i sprawozdawczości.

W opisie i wyjaśnianiu specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli kluczową jest odpowiedź na pytanie, dlaczego własność niektórych firm przybiera postać **własności wewnętrznej**, a w innych występuje **własność zewnętrzna**¹¹¹. Pamiętać przy tym należy, że rodzaj przedsiębiorstwa zarządzanego

używa też tego terminu np. T. Gruszecki. Możliwe jest jednak inne rozumienie tej kategorii jako przedsiębiorstwa zarządzanego przez jedyne, wyłączne właściciela, zatrudniającego jednak innych pracowników. Taką definicję przyjmuje np. W. Misiński czy C. Suszyński. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 161; W. Misiński, *Grupy interesów a cele działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, w: J. Lichtarski (red.), op. cit., s. 74; C. Suszyński, *Teoria przedsiębiorstwa – materiał do wykładu*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005/2006, <http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzp/dydaktyczna/wyklad1> (dostęp 21.11.2007), s. 22.

¹⁰⁸ Jest to zbieżne z argumentem przeciw przejściu całkowitej kontroli w korporacjach przez menedżerów, w którym podkreśla się, że konflikt interesów istnieje w rzeczywistości nie pomiędzy właścicielami a menedżerami najwyższego szczebla, którzy utożsamiają się często z właścicielami lub też się nimi stopniowo stają, tylko na niższych poziomach piramidy organizacyjnej. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 180.

¹⁰⁹ Np. prezesa zarządu.

¹¹⁰ Działania kierownictwa mogące przynieść szkodę wierzycielom mogą dotyczyć np. podejmowania ryzykownych przedsięwzięć zmieniających klasę ryzyka podmiotu, zwiększania poziomu zadłużenia, dysponowania aktywami podmiotu. Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 40-53, 69; M. Stradomski, *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Poznań 2006, s. 14.

¹¹¹ Własność zewnętrzna (ang. outside ownership) oznacza taki typ własności przedsiębiorstwa, w którym występują właściciele zewnętrzni w stosunku do firmy nie biorący udziału w zarządzaniu. Jest to kategoria szeroka rozciągająca się od korporacji notowanych na giełdzie z rozproszonym akcjonariatem do spółek kilku osób zarządzanych przez jednego z właścicieli, z pozostałymi partycypującymi w spółce jedynie finansowo. Natomiast własność wewnętrzna (ang. inside ownership) oznacza taki typ własności, w którym wszyscy właściciele zarządzają swoją firmą. Por. O. Hart, J. Moore, *The governance*

przez właścicieli związany jest z sytuacją określaną tutaj jako własność wewnętrzna.

M.C. Jensen i W.H. Meckling analizując problem wewnętrznej i zewnętrznej własności skupiają się na kosztach agencji, jakie powoduje zewnętrzna własność. W tym ujęciu własność wewnętrzna jest formą wynikającą z dążenia do zmniejszenia kosztów agencji. Natomiast powodem występowania własności zewnętrznej jest albo zapotrzebowanie na kapitał własny, którego właściciele wewnętrzni nie są w stanie pokryć, albo dążenie przez właścicieli wewnętrznych do dywersyfikacji ryzyka związanego z inwestowaniem należącego do nich kapitału¹¹². Takie postrzeganie tego problemu wydaje się jednak nie wyczerpywać tematu.

A. Alchian i H. Demsetz stwierdzili, że problem „pasażera na gapę” (zmniejszanie własnego wysiłku kosztem innych członków zespołu) prowadzący w pracy zespołowej do nieefektywności rozwiązywany jest przez wprowadzenie osoby monitorującej, która miałaby prawo do rezydualnej nadwyżki, czyli właściciela firmy. Biorąc pod uwagę funkcję, którą taka osoba miałaby spełniać, zewnętrzna własność wydaje się tutaj skuteczniejsza od wewnętrznej, bowiem zewnętrzny właściciel nie byłby zaangażowany w problem „pasażera na gapę” w pracy zespołu.

Alternatywą bądź uzupełnieniem powyższej propozycji może być ustanowienie programu motywacyjnego (ang. incentive scheme), który właściwie zaprojektowany powodowałby wkładanie odpowiednio dużego wysiłku przez każdego członka zespołu (agenta). Taki program wymaga jednak ustanowienia nagród i kar, które czasami odchylają się od poziomu generowanej nadwyżki. Rozwiązaniem może być wprowadzenie osoby zewnętrznej (pryncypała), której głównym zadaniem byłoby egzekwowanie kar i finansowanie nagród. Aby spełniać walor motywacyjny, kary i nagrody musiałyby być znaczące, co z kolei naruszałoby równowagę budżetu firmy. Zdaniem B. Holmströma wypełnianie tej roli jest, obok monitorowania, głównym zadaniem zewnętrznego pryncypała (właściciela zewnętrznego)¹¹³. Dwa powyższe ujęcia przypisują zewnętrznej własności jedynie korzyści, natomiast abstrahują od jakichkolwiek kosztów, co wydaje się dyskusyjne¹¹⁴.

O. Hart i J. Moore pokazali, że podmiot charakteryzujący się wewnętrzną własnością może być optymalną formą własności, jednak pod pewnymi warunkami¹¹⁵. W świecie niekompletnych kontraktów i inwestowania w specyficzne

of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 12, No. 4, 1996, s. 54.

¹¹² Por. M.C. Jensen, W.H. Meckling, op. cit., s. 10, 60.

¹¹³ Por. B. Holmström, Moral hazard in teams, *Bell Journal of Economics* vol. 13, No. 2 (Autumn), 1982, s. 325.

¹¹⁴ H.M. Müller, K. Wärneryd, Inside vs Outside Ownership: A Political Theory of the Firm, Discussion Paper No. 01-12, German Economic Association of Business Administration – GEABA, 12.12.2000, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006), s. 18.

¹¹⁵ Por. O. Hart, J. Moore, Property rights and the nature of the firm, *Journal of Political Economy*, vol. 98, No. 6, 1990, s. 1119-1158; O. Hart, J. Moore, *Cooperatives...*, wyd. cyt., s. 41.

aktywa, własność tych aktywów daje władzę i jednocześnie może redukować ryzyko wystąpienia problemu „złapania w pułapkę” (ang. hold-up problem)¹¹⁶. W pewnych okolicznościach korzystne może okazać się równe dystrybuowanie własności, tj. poprzez formę podmiotu z wewnętrzną i równo podzieloną własnością. Okoliczności te są następujące:

- aktywa wniesione przez poszczególnych właścicieli są silnie komplementarne;
- wszystkie aktywa są szczególnie ważne dla przedsiębiorstwa (nie można ich zastąpić, a odgrywają dużą rolę w generowaniu nadwyżki ekonomicznej);
- wszyscy właściciele są szczególnie ważni dla przedsiębiorstwa (nie można ich zastąpić);
- każdy z właścicieli jest kimś ważnym (osobą, partnerem biznesowym) dla różnych grup pracowników – wtedy ustanowienie jakiejś hierarchii wśród właścicieli może obniżyć efektywność;
- działania poszczególnych stron w przedsiębiorstwie zależą od dostępu do specyficznych aktywów i odgrywają dużą rolę w generowaniu nadwyżki ekonomicznej¹¹⁷.

Na wybór struktury własności spojrzeć można też przez pryzmat nieefektywności powodowanej przez asymetrię informacji i to zarówno w przypadku własności wewnętrznej, jak i własności zewnętrznej¹¹⁸. Z analizy rozpatrującej

¹¹⁶ „Złapanie w pułapkę” oznacza usztywnienie pozycji jednej ze stron przez zawarty kontrakt, który ogranicza jej działania i uniemożliwia zmianę niekorzystnej pozycji np. przez wycofanie się z umowy, w realizacji której poniesiono już znaczne koszty. Sytuacja hold-up może przekształcać się w taką, że egzekucja kontraktu może być kosztowniejsza niż jego wartość lub egzekucja w praktyce jest niemożliwa albo bardzo długotrwała. Por. O. Hart, Hold-up, Asset Ownership, and Reference Points, Working Paper, Harvard University, April 2007 (revised, September 2007), <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart> (dostęp 04.12.2007); O. Hart, J. Moore, Incomplete Contracts and Ownership: Some New Thoughts, Working Paper, January 2007, <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart> (dostęp 04.12.2007), s. 2.

¹¹⁷ Por. O. Hart, J. Moore, Property..., wyd. cyt., s. 1149-1150; S. Grossman, O. Hart, The costs and benefits of ownership. A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 6, 1986, s. 691-719.

¹¹⁸ Założenia analizy O. Harta i J. Moore’a są następujące. Firma jest definiowana poprzez rezydualne prawo kontroli nad innymi niż ludzkie (ang. non-human) aktywami materialnymi i niematerialnymi. Właściciel ma rezydualne prawo kontroli, tj. prawo decydowania o wszystkim innym niż to, co zostało ustalone kontraktami. W rozważaniach tych właściciele wewnętrzni podejmują decyzje w oparciu o zasadę: jeden członek – jeden głos, a własność zewnętrzna charakteryzuje się tym, że rezydualne prawo do kontroli i zysku przysługuje właścicielowi zewnętrznemu.

O. Hart i J. Moore wyciągają wnioski w stosunku do podmiotu o równym podziale własności między właścicielami i nienastawionego na zysk (ang. non-profit cooperative). Rozpatrują oni bowiem różne przypadki kontinuum, na którego jednym końcu jest wymieniony powyżej podmiot, a na drugim nastawiona na zysk firma z właścicielami zewnętrznymi (ang. outside ownership). Nastawiona na zysk spółka z własnością wewnętrzną jest w tym ujęciu formą pośrednią, różniącą się od podmiotu nienastawionego

jedynie decyzje podmiotów odnośnie ilości, jakości i ceny produktów wynika, że może pojawić się wynikająca z asymetrii informacji nieefektywność uzależniona od formy własności (wewnętrznej lub zewnętrznej). Nieefektywność ta może dotyczyć zarówno własności zewnętrznej, jak i wewnętrznej, przy czym:

- w konkurencji doskonałej forma własności zewnętrznej jest bardziej efektywna w porównaniu do własności wewnętrznej;
- homogeniczność opinii (hierarchii preferencji) wśród właścicieli powoduje przewagę własności wewnętrznej nad zewnętrzną¹¹⁹.

Z przytoczonej analizy dla przedsiębiorstwa zarządzanego dla właścicieli wynika, że własność wewnętrzna funkcjonuje dobrze, jeśli działalność przedsiębiorstwa jest wąsko zdefiniowana, a interesy i preferencje poszczególnych właścicieli są wyrównane i podobne.

Konflikt między właścicielami o nadwyżkę generowaną przez przedsiębiorstwo jest przedmiotem analizy H.M. Müllera i K. Wärneryda¹²⁰. Wskazuje ona na trzy konsekwencje funkcjonowania zewnętrznej własności.

Po pierwsze zewnętrzna własność może redukować koszty pogoni za rentą (ang. rent-seeking)¹²¹. Wynika to z przejmowania przez zewnętrznych właścicieli należnej im części nadwyżki generowanej przez przedsiębiorstwo, ponieważ pojawienie się nowej grupy rywalizującej o nadwyżkę prowadzi do zmniejszenia wydatków na konflikt o nadwyżkę między właścicielami wewnętrznymi.

na zysk możliwością wypłaty właścicielom zysku w postaci dywidendy. Stąd wnioski płynące z analizy są w dużym stopniu adekwatne do spółek z własnością wewnętrzną, ale mogą się one zachowywać w niektórych aspektach tak, jak podmioty z zewnętrznym właścicielem. Por. O. Hart, J. Moore, *Cooperatives...*, wyd. cyt., s. 2, 7, 29-33; O. Hart, J. Moore, *The governance...*, wyd. cyt., s. 55.

¹¹⁹ Wnioski te potwierdza praca: H. Hansmann, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, Cambridge, MA 1995; za: O. Hart, J. Moore, *Cooperatives...*, wyd. cyt., s. 7.

¹²⁰ Punktem wyjścia analizy jest obserwacja, że w rzeczywistości umowy są niekompletne, wymiar sprawiedliwości nie posiada pełnej wiedzy, zatem jest omylny, a uzgodnienia ex ante są przedmiotem zachowań oportunistycznych ex post. Por. H.M. Müller, K. Wärneryd, op. cit., s. 2.

¹²¹ Pogoń za rentą wynika z niedoskonałego egzekwowania umów i oznacza działania nie wytwarzające dochodu, lecz zmierzające do jego realokacji, zagarnięcia jak największych korzyści dla siebie. Pojęcie pogoni za rentą w szerszym rozumieniu używane jest w teorii wyboru publicznego G. Tullocka. Jako pojęcia powiązane z „pogonią za rentą” uznać można „zachowanie oportunistyczne”, „pogoń za władzą” (ang. power seeking), „problem pasażera na gapę” (ang. free-rider problem) czy „objanie się” (ang. shirking). Por. K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia...*, wyd. cyt., s. 155; J. Godłów-Legiędź, *Główny nurt współczesnej ekonomii: od formalizmu do nowego instytucjonalizmu*, Aneks do wydania polskiego w: H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 573.

W spółce zarządzanej przez dwóch właścicieli pogoń za rentą polegać może np. na przechwytywaniu przez jednego ze współników wygenerowanej nadwyżki (może to polegać na wydawaniu pieniędzy przedsiębiorstwa na prywatne cele i utrzymywaniu, że czyni się to na cele biznesowe) czy skoncentrowaniu wysiłku na obronie własnego udziału w wygenerowanej nadwyżce zamiast na jej powiększaniu. Działania te generują koszty.

Po drugie zewnętrzna własność powoduje powstanie dodatkowych kosztów. Wynikają one z pojawienia się nowej grupy rywalizującej o nadwyżkę, co powoduje takie zachowania właścicieli wewnętrznych, które zmierzają do zaniżenia wielkości nadwyżki przeznaczonej do podziału między właścicieli wewnętrznych i zewnętrznych¹²². Koszty generowane przez ten nowy poziom konfliktu o nadwyżkę w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli (charakteryzującym się tylko własnością wewnętrzną) w ogóle nie występują.

Co istotne H.M. Müller i K. Wärneryd przekonują, że efekt netto tych dwóch sposobów oddziaływania zewnętrznej własności może być pozytywny, tzn. wywołany przez nią spadek kosztów pogoni za rentą może być większy niż wzrost kosztów wynikających z pojawienia się nowego poziomu konfliktu o nadwyżkę¹²³.

Po trzecie pojawienie się zewnętrznej własności może zmniejszać motywację właścicieli wewnętrznych do inwestowania w specyficzne aktywa przynoszące dochód (np. kapitał ludzki), ponieważ właściciele wewnętrzni kontrolujący powstawanie nadwyżki muszą się w tej sytuacji nią dzielić z właścicielami zewnętrznymi. Dlatego też motywacja do inwestowania w specyficzne aktywa przynoszące dochód jest większa w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli (charakteryzujących się tylko wewnętrzną własnością) w porównaniu do przedsiębiorstw z zewnętrzną własnością.

Rozważania powyższe stanowią wyjaśnienie, dlaczego forma spółki z właścicielami wewnętrznymi jest często stosowana w tych rodzajach działalności, w których inwestycje w kapitał ludzki są bardzo istotne pod względem ich wpływu na wyniki (np. kancelarie prawnicze, praktyki lekarskie, biura rachunkowe)¹²⁴.

Główne ustalenia płynące z rozważań nad wewnętrzną i zewnętrzną własnością zebrano w tabeli 1.2.

Tak jak w przypadku wielu innych teorii alternatywnych, przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli nie leży także w centrum zainteresowania **nowej**

¹²² Por. H.M. Müller, K. Wärneryd, op. cit., s. 3-7.

¹²³ Por. tamże, s. 12.

¹²⁴ Do podobnego wniosku dochodzi także M. Kremer. Por. M. Kremer, Worker cooperatives as economic democracies, working paper, MIT, 1998, za: H.M. Müller, K. Wärneryd, op. cit., s. 4, 17.

Rozważania te stanowią także możliwe wyjaśnienie, dlaczego przedsiębiorstwa zaczynające jako własność wewnętrzna w pewnym momencie decydują się na ofertę publiczną i wejście na giełdę (co oznacza przejście do konstrukcji z własnością zewnętrzną). Początkowo stopa zwrotu z inwestycji specyficznych dla danego przedsiębiorstwa z wewnętrzną własnością jest zazwyczaj wysoka. Wraz z kolejnymi inwestycjami stopa zwrotu maleje, a dodatkowo zyskowne możliwości inwestycyjne stopniowo się wyczerpują. Wtedy zmniejszanie kosztów pogoni za rentą może być bardziej istotne niż realizacja nowych inwestycji i oferta publiczna może okazać się opłacalna. Por. tamże, s. 4, 17.

Tabela 1.2

Implikacje rozważań nad wewnętrzną i zewnętrzną własnością dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Autorzy	Ustalenia	Implikacje (w tym dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli)
M. Jensen, W. Meckling (1976)	skutkiem zewnętrznej własności jest występowanie kosztów agencji	własność wewnętrzna jest formą wynikającą z dążenia do zmniejszenia kosztów agencji
A. Alchian, H. Demsetz (1972)	rozwiązaniem problemu „pasażera na gapę” w pracy zespołowej jest ustanowienie kontrolera (monitora), nadzorca z prawem do rezydualnej nadwyżki, czyli właściciela	zewn. własność skuteczniejsza, ponieważ zewn. właściciel nie jest zaangażowany w problem „pasażera na gapę” w pracy zespołu
B. Holmström (1982)	rozwiązaniem problemu „pasażera na gapę” jest program motywacyjny ze znaczącymi nagrodami i karami, co narusza równowagę budżetu firmy; głównym zadaniem zewnętrznego właściciela, obok monitorowania, jest egzekwowanie kar i finansowanie nagród (czyli naruszanie zrównoważonego budżetu firmy)	zewnętrzna własność pociąga za sobą jedynie korzyści i żadnych kosztów
O. Hart, J. Moore (1990)	ze względu na działanie w świecie niekompletnych kontraktów oraz inwestycji w specyficzne aktywa, w pewnych okolicznościach najlepiej jest równo dystrybuować własność	podmiot tylko z wewnętrzną własnością może być w określonych warunkach optymalną formą własności
O. Hart, J. Moore (1998)	analiza wyboru struktury własności (wewnętrzna czy zewnętrzna własność) minimalizującej nieefektywność ex post powodowaną przez asymetrię informacji prowadzi do wniosku, że obie formy własności są nieefektywne, ale w różny sposób	w konkurencji doskonałej forma własności zewnętrznej jest bardziej efektywna w porównaniu do własności wewnętrznej; własność wewnętrzna funkcjonuje dobrze, jeśli działalność przedsiębiorstwa jest wąsko zdefiniowana, a interesy i preferencje poszczególnych właścicieli są wyrównane i podobne
H.M. Müller i K. Wärneryd (2000)	zewnętrzna własność może redukowac koszty pogoni za rentą przez zmniejszenie skali marnowania zasobów w konflikcie o dystrybucję nadwyżki pomiędzy właścicielami wewnętrznymi; powoduje przy tym powstanie dodatkowych kosztów wynikających z dążenia właścicieli wewnętrznych do zaniżenia wielkości nadwyżki przeznaczanej do podziału; kosztem zewnętrznej własności jest też pogorszenie bodźców do inwestowania w aktywa przynoszące dochód, które prowadzi do obniżenia generowanej nadwyżki	w firmie tylko z właścicielami wewnętrznymi nie występuje konflikt o nadwyżkę na linii wewnętrzni-zewnętrzni właściciele; zewnętrzna własność nie jest pożądana dla firm, w których duża jest waga dokonywanych inwestycji w specyficzne aktywa pod względem ich wpływu na wynik przedsiębiorstwa (w szczególności inwestycji w kapitał ludzki)

Źródło: opracowanie własne.

ekonomii instytucjonalnej¹²⁵. W nurcie tym znaleźć jednak można istotne obserwacje pośrednio odnoszące się do podmiotu rozprawy.

Odwołanie się do dorobku R. Coase'a – prekursora ekonomii kosztów transakcyjnych¹²⁶ – stać się może pretekstem do rozważań nad rozmiarem, wzrostem i granicami przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli.

Proces rozwoju przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, które zaczynając od małych rozmiarów, stopniowo się rozrastają, opisać można w kontekście analizowanej teorii jako internalizowanie kolejnych transakcji. Granica tego wzrostu przebiega w różnych miejscach dla różnych przedsiębiorstw. Jedne pozostają małe, inne osiągają znaczne rozmiary. Stwierdzenie, że każde z tych przedsiębiorstw jest na innym etapie w procesie rozwoju, nie jest wystarczającym wyjaśnieniem tych różnic.

Z ustaleń nowej ekonomii instytucjonalnej wynika, że w opisanym wyżej procesie zastępuje się transakcje dotychczas koordynowane przez ceny w ramach mechanizmu rynkowego koordynacją przez kierownictwo, przy czym oba sposoby koordynacji generują koszty transakcyjne¹²⁷. Zgodnie z analizą R. Coase'a

¹²⁵ Nowa ekonomia instytucjonalna to szeroki nurt teoretyczny wykorzystujący dorobek wielu teorii (m. in. kosztów transakcyjnych, kontraktualnej i praw własności, agencji – powoduje to, że teorie te albo zalicza się do nowej ekonomii instytucjonalnej, albo wyróżnia oddzielnie; por. K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia ...*, wyd. cyt., s. 134, 147-153; E. Brousseau, M. Fares, *Incomplete Contracts and Governance Structures: Are Incomplete Contract Theory and New Institutional Economics Substitutes or Complements?*, w: „*Institutions, Contracts and Organization: Perspectives from New Institutional Economics*”, Claude Menard, ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2000, s. 399-421). Korzysta zarówno z osiągnięć ekonomii neoklasycznej, jak i z większości alternatywnych teorii przedsiębiorstwa, jak również z dorobku teoretycznego nauk o zarządzaniu oraz nauk prawnych. Nowa ekonomia instytucjonalna ma zatem charakter interdyscyplinarny. Koncentruje swoje rozważania na teorii konkurencji, monopolu, regulacji, teorii korporacji i nadzoru właścicielskiego. Najbardziej znanym przedstawicielem tego nurtu jest O.E. Williamson, a wśród prekursorów, oprócz R. Coase'a, wymienia się J.R. Commonsa, F. Hayeka, Ch. Barnarda, H. Simona, K. Arrowa, A. Chandlera, A. Alchiana, K. Llewellyna. Por. O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 16-25; T. Gruszecki, *Współczesne ...*, wyd. cyt., s. 223.

Nowej ekonomii instytucjonalnej nie należy utożsamiać z neoinstytucjonalizmem. Są to dwie oddzielne szkoły, istotnie różniące się pomiędzy sobą, m.in. tym, że pierwsza próbuje wzbogacać ekonomię neoklasyczną, druga natomiast odrzuca ustalenia ekonomii głównego nurtu. Por. J. Wilkin, op. cit., s. 44; K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia ...*, wyd. cyt., s. 143-153.

¹²⁶ R. Coase stwierdził, że powodem istnienia przedsiębiorstw jest fakt, iż koordynacja przez ceny (na rynku) pociąga za sobą ponoszenie kosztów transakcyjnych, a ich zmniejszenie lub eliminacja jest możliwa dzięki organizacji produkcji w przedsiębiorstwie, czyli zastosowaniu koordynacji przez kierownictwo (nazywanej też koordynacją przez hierarchiczne zarządzanie). Por. R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, *Economica*, November 1937, s. 386-405; J. Godłówny-Legiędź, op. cit., s. 568.

¹²⁷ Do kosztów transakcyjnych zalicza się koszty koordynacji przez ceny oraz koszty koordynacji przez kierownictwo. Wynika to z przyjętego założenia, że podstawowym budulcem organizacji ekonomicznych, zarówno rynku, jak i przedsiębiorstwa, są transakcje. Stanowi to bezpośrednio nawiązanie do J.R. Commonsa, który wysunął tezę, że transakcje

optymalną wielkość przedsiębiorstwa wyznacza punkt zrównania się marginalnego rynkowego kosztu transakcyjnego z marginalnym kosztem zarządzania¹²⁸. W praktyce przedsiębiorcy nie mają doskonałej informacji na temat wspomnianych kosztów transakcyjnych, a wielkość przedsiębiorstwa wyznaczają metodą prób i błędów¹²⁹. Jednak rozumowanie to pozwala stwierdzić, że przyczyną zatrzymywania wzrostu przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli może być obawa przed wzrostem kosztów koordynacji przez kierownictwo, choć nie wydaje się, aby była to jedyna przyczyna¹³⁰.

Wykorzystując dorobek teorii kosztów transakcyjnych wyjaśnić można wzrost znaczenia przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, jaki zaobserwowano od połowy lat 70-tych XX wieku¹³¹. Zjawisko to wyjaśnić można zmianą kosztów transakcyjnych wywołaną wystąpieniem innowacji. Większość wynalazków zmienia zarówno koszty zarządzania, jak i rynkowe koszty transakcyjne. Może to powodować zwiększenie wielkości firm, jeśli organizowanie transakcji w przedsiębiorstwie okaże się relatywnie tańsze lub zmniejszenie ich wielkości, jeśli porównanie zmienionych kosztów transakcyjnych sugerowałoby

powinno się uznać za podstawową jednostkę analizy. Niektórzy (czyni tak np. H. Demsetz) miano kosztów transakcyjnych (ang. transaction costs) rezerwują tylko dla kosztów koordynacji na rynku, natomiast odpowiadające im koszty koordynacji w przedsiębiorstwie zważają kosztami zarządzania (ang. management costs). Por. H. Demsetz, op. cit., s. 144; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 208-215, 253-254; J.R. Commons, *Institutional Economics*, University of Wisconsin Press, Madison 1934, s. 4-8; cyt. za: O.E. Williamson, op. cit., s. 17.

¹²⁸ R. Coase stosuje, choć nie wprost, zasadę ekwimarginalną. Natomiast wzrost marginalnego kosztu zarządzania wynika z tego, że efektywność funkcji przedsiębiorcy jako koordynatora produkcji maleje w miarę zwiększania się rozmiarów firmy, ponieważ funkcja przedsiębiorcy podlega prawu malejących przychodów. Por. R.H. Coase, op. cit., s. 395; J. Godłów-Legiędź, op. cit., s. 568.

¹²⁹ Ponieważ warunki funkcjonowania firm ciągle się zmieniają, racjonalne granice wielkości przedsiębiorstwa też są płynne. Poszukiwanie równowagi możliwe jest dzięki wypełnianiu w przedsiębiorstwie dwóch funkcji: przedsiębiorczej (skierowanej na zewnątrz, skupiającej się na przewidywaniu kosztów, cen, wielkości produkcji i zawieraniu umów) oraz menedżerskiej (skierowanej do wnętrza firmy, polegającej na realokacji zasobów wewnątrz firmy w odpowiedzi na zmiany warunków zewnętrznych). To podejście do problemu rozmiarów przedsiębiorstwa zrywało z obecnym w teorii tradycyjnej postrzeganiem przedsiębiorstwa przez jego funkcję produkcyjną, którego konsekwencją był pogląd, że naturalne granice przedsiębiorstwa wyznaczone są przez technologię. Por. J. Godłów-Legiędź, op. cit., s. 570; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 214.

¹³⁰ Innym czynnikiem motywującym powstrzymanie wzrostu przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli jest obawa przed utratą kontroli nad procesami w firmie i wreszcie nad samym przedsiębiorstwem. Zwrócił na to uwagę już R. Coase, pisząc o doniosłości argumentu, że ludzie wolą być szefami małej, ale niezależnej firmy niż szefami działu dużego przedsiębiorstwa. Por. R.H. Coase, op. cit., s. 395, przypis 1.

¹³¹ Por. P. Dominiak, op. cit., s. 40-63.

przemieszczanie transakcji z przedsiębiorstw na rynek¹³². Oceniając w tych kategoriach rewolucję informacyjną (cyfrową), która dokonała się w drugiej połowie XX wieku, należy stwierdzić, że spowodowała ona większą dostępność informacji, redukującą koszty transakcyjne, jak również inne zmiany, które w znacznym stopniu ułatwiają koordynację kompleksowych działań i podejmowanie decyzji. Zmiany te spowodowały przesunięcie większej liczby transakcji z obszaru koordynacji przez przedsiębiorstwo do obszaru koordynacji przez rynek¹³³. Stało się tak dlatego, że spowodowana przez rewolucję cyfrową redukcja kosztów koordynacji przez rynek była większa niż wywołana przez nią redukcja kosztów koordynacji przez hierarchiczne zarządzanie. Skutkiem tego było powstanie lub renesans wielu przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, które znalazły miejsce na tym powiększonym obszarze koordynacji przez rynek¹³⁴.

Koncepcja kosztów transakcyjnych wskazuje także na potrzebę informatyzacji w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, które chcą się rozwijać i zwiększać swoje rozmiary. Systemy informatyczne zmniejszają bowiem koszty koordynacji przez hierarchiczne zarządzanie, zatem ich wprowadzenie zwiększa potencjał wzrostu przedsiębiorstwa.

Kategoria kosztów transakcyjnych przenika całą nową ekonomię instytucjonalną¹³⁵. Z jej dorobku płyną jednak także inne obserwacje, które odnieść można do podmiotu rozprawy.

Rozważania O. Williamsona wskazywałyby, że w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli występują o wiele wyższe, w porównaniu do korporacji, bodźce, by użytkować aktywa z wyższą troską i ponosić wysiłki na rzecz utrzymania ich dotychczasowego stanu¹³⁶. Wynajęty menedżer motywowany za

¹³² Por. R.H. Coase, op. cit., s. 397.

¹³³ Por. Ph.C. Kotler, D.C. Jain, S. Maesincee, Marketing nie stoi w miejscu. Nowe spojrzenie na zyski, wzrost i odnowę, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2002, s. 33.

Jest to zmiana o charakterze historycznym. Od drugiej rewolucji przemysłowej zaobserwować można było internalizację transakcji w ramach przedsiębiorstw, a więc ich przemieszczenie z obszaru rynku do obszaru przedsiębiorstw. Doprowadziło to do powstania wielkich firm. Wraz z nadejściem rewolucji cyfrowej, dzięki obniżeniu kosztów koordynacji zaobserwować można ruch w przeciwnym kierunku – z obszaru koordynacji przez przedsiębiorstwo do obszaru koordynacji przez rynek. Stąd wspomniany już renesans sektora MŚP od połowy lat 70-tych XX wieku. Por. P. Dominiak, op. cit., s. 40-63.

¹³⁴ Dodać jednak należy, że opisywane tutaj zmiany w większym stopniu dotyczą raczej firm z obszaru tzw. nowej ekonomii.

¹³⁵ O.E. Williamson używa pojęcia: ekonomia kosztów transakcyjnych. R. Coase wprowadził do teorii ekonomii koszty transakcyjne, jednak przez szereg lat były one w rzeczywistości ignorowane (choć uznawane co do zasady). Nowa ekonomia instytucjonalna spowodowała powszechność rozumowania w kategoriach kosztów transakcyjnych. Por. O.E. Williamson, op. cit., s. 138.

¹³⁶ Por. tamże, s. 145-146.

pomocą silnych bodźców¹³⁷, podejmując decyzje, bierze zazwyczaj pod uwagę tylko konsekwencje w krótkim horyzoncie czasowym, co wyraża się między innymi w braku należytej troski o powierzone mu aktywa. Środki zabezpieczające przedsiębiorstwo i jego właścicieli przed tego rodzaju działalnością mogą okazać się niewystarczające i zawsze pociągają za sobą koszty kontroli. Natomiast silne bodźce w wypadku właściciela zarządzającego własnym przedsiębiorstwem nie generują tego rodzaju negatywnych konsekwencji¹³⁸.

Wynika z tego, że przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli powstają i istnieją ponieważ¹³⁹:

- przedsiębiorstwa nie mogą naśladować silnych bodźców rynkowych, nie ponosząc dodatkowych kosztów;
- uciekanie się do bodźców słabego rodzaju, jest także kosztowne;
- niski poziom specyficzności aktywów powoduje nieopłacalność integracji (internalizacji transakcji w przedsiębiorstwie).

Do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli odnieść można także celne spostrzeżenia O.E. Williamsona dotyczące zmieniania się systemów sprawiedliwości wraz z organizacjami. Uporządkowano je w tabeli 1.3.

W tabeli 1.3 ukazano przewagę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nad dużymi korporacjami w zakresie konkurencyjności. Wynika ona z tego, że przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli dokonuje znacznie większej części transakcji na rynku niż duża korporacja, a rynek nie przebacza błędów

¹³⁷ Jako silne bodźce należy rozumieć przejmowanie przez zarządzany przez kierownika dział wypracowanego zarobku netto. Silne bodźce w naturalny sposób występują na rynku, gdzie przedsiębiorstwo wypracowuje zarobek netto, który przynależy przedsiębiorcy (właścicielowi-kierownikowi). Rozważa się tu utrzymanie takiej sytuacji także wewnątrz zintegrowanego przedsiębiorstwa, jako narzędzia zachęcającego menedżerów i pracowników do oszczędności kosztowych.

¹³⁸ Wnioski takie wyciągnięto z analizy procesu przejęcia firmy zarządzanej przez właściciela będącej dostawcą przejmującego. W takiej sytuacji właściciel-kierownik zostaje po nabyciu sprowadzony do statusu zwykłego kierownika (choć konsekwencje dotyczące bodźców towarzyszą także przejęciom czy fuzjom, w których kierownicy z okresu przed nabyciem nie byli właścicielami). Próby utrzymywania po fuzji silnych bodźców powodują zakłócenia, takie jak nienależyte traktowanie aktywów czy księgowe próby manipulacji strumienia wpływów netto działu dostaw (przejętego przedsiębiorstwa). Dlatego na ich miejsce wprowadza się bodźce słabego rodzaju, tj. wynagradzanie za pomocą pensji i okresowe kontrole. Generalnie stwierdzić należy, że przeniesieniu transakcji z rynku do przedsiębiorstwa (także w znaczeniu procesów integracji, np. przejęcie dostawcy przez nabywcę jego wyrobów) towarzyszy zwykle pogorszenie bodźców. Jest to szczególnie ostre w sytuacji, w której ważna jest innowacja, bowiem wtedy bodźce do innowacji ulegają zmniejszeniu. Por. tamże, s. 148, 151.

¹³⁹ Są to także powody, dla których małe i średnie przedsiębiorstwa, uczestniczące w wymianie rynkowej, nie zostały wyparte przez duże korporacje. Por. tamże, s. 148.

Tabela 1.3

Charakterystyka różnych organizacji pod względem skłonności do przebaczenia

Wyszczególnienie	rynek	zintegrowana firma (korporacja)	rodzina
horyzont planowania	krótszy	długi	długi
wiedza o transakcjach między członkami danego podmiotu	mniejsza niż w rodzinie, mniejsza niż w korporacji	większa niż na rynku, mniejsza niż w rodzinie	duża
skłonność do przebaczenia błędu	nie przebacza	łatwo przebacza, jeśli powody błędu są dobrze uzasadnione	łatwo przebacza
nieoczekiwany wzrost kosztów	absorbowany przez zgłaszającego odchylenie	przerzucany na inne działy	przerzucany na innych członków rodziny

Źródło: opracowanie własne na podstawie O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 157-159.

w przeciwieństwie do korporacji¹⁴⁰. W konsekwencji przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli muszą ciągle utrzymywać zdolność do konkutowania i ta zdolność jest ciągle przez rynek weryfikowana. Natomiast w wielkiej korporacji większa wyrozumiałość i łatwe przebaczenie błędów powoduje oddalanie się od kryteriów efektywnościowych¹⁴¹.

Należy mieć przy tym na uwadze, że perspektywa kary może wyzwolić

¹⁴⁰ Oznacza to, że jeśli dostawca niespecyficznych aktywów zaniedbuje w jakiś sposób transakcję, to firma łatwo zerwie z nim umowę (w przypadku dostawcy specyficznych aktywów stanowi to istotny bodziec do integracji, tj. przejęcia dostawcy przez kontrahenta). Jest to konsekwencją faktu, że rynek stosuje ściślejszy rachunek pieniężny niż zintegrowana firma. W przypadku bowiem tej samej transakcji zorganizowanej wewnątrz zintegrowanego przedsiębiorstwa, firma przeprowadziłaby dochodzenie w sprawie zaniedbań i rozważałaby warunki, na jakich można by dać drugą szansę. W konsekwencji w warunkach rynkowych nieoczekiwany wzrost kosztów w trakcie realizacji kontraktu w stosunku do wielkości w nim zawartych z reguły będzie musiał zostać zaabsorbowany przez przedsiębiorstwo – wykonawcę kontraktu. Natomiast w przedsiębiorstwie zintegrowanym, gdzie relacje rynkowe pomiędzy autonomicznymi podmiotami są zastąpione wewnętrznymi stosunkami pomiędzy częściami jednej organizacji, nieoczekiwany wzrost kosztów będzie raczej przerzucany na inne działy niż absorbowany w dziale, który zgłosił odchylenie.

Wśród powodów powyższych zależności wymienić można przewagę organizacji wewnętrznej (zintegrowanego przedsiębiorstwa) nad rynkiem w zakresie auditingu oraz fakt, iż przedsiębiorstwo nie jest w stanie traktować każdej wewnętrznej transakcji w sposób w pełni odrębny – sprawcy zaniedbań w transakcjach w zakresie aktywów niespecyficznych korzystają z ich związku z transakcjami w zakresie aktywów specyficznych. Por. tamże, s. 163.

¹⁴¹ Ustalenia takie wynikają także pośrednio z neoinstytucjonalizmu, nazywanego też ekonomiką ewolucyjną. Według neoinstytucjonalistów we współczesnej gospodarce działają dwa sektory – planujący i rynkowy. Sektor planujący to wielkie korporacje administrujące znaczną częścią podaży i popytu. Natomiast sektor rynkowy to małe i średnie przedsiębiorstwa. W dłuższej perspektywie działalność sektora rynkowego bardzo dobrze służy społeczeństwu, z czego płyną zalecenia, aby państwo chroniło sektor rynkowy, który wydaje się być dyskryminowany przez politykę fiskalną i kredytową. Por. K. Sobiech, B. Woźniak, *Ekonomia...*, wyd. cyt., s. 143-147.

ogromną, ponadnormatywną energię. W warunkach rynkowych perspektywa niepowodzenia motywuje do pokonania trudności. Natomiast wielkie korporacje (firmy zintegrowane) wykazują tendencję do oceny działań na podstawie zasług i podejmowania decyzji w oparciu o tę ocenę. Niepowodzenie może zostać wybaczone, jeśli jest dokładnie uzasadnione, a uzasadnienie sprawdzone. Konsekwencją jest także tworzenie w wewnętrznej organizacji właściwych procedur oraz obowiązek ich przestrzegania, a surowe kary mogą być wymierzone jedynie na podstawie bezspornych dowodów. Pracownicy korporacji mają świadomość tych cech kultury organizacyjnej. Tym samym firmy zintegrowane pozbawiają się dostępu do energii, jaką mogłaby wyzwolić perspektywa surowej kary¹⁴².

Z drugiej strony informacje zawarte w tabeli 1.3 sygnalizują przyczyny możliwych problemów tych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, które są jednocześnie firmami rodzinnymi. Zatrudnianie członków rodziny w przedsiębiorstwie może bowiem powodować oddalenie się od kryteriów efektywnościowych, ponieważ jeśli zintegrowane przedsiębiorstwo łatwo przebacza błędy, to firma rodzinna czyni to jeszcze łatwiej¹⁴³.

1.2.5. Podsumowanie

Z przeprowadzonych rozważań wynika, że tradycyjna teoria przedsiębiorstwa, choć odnosi się do zachowań przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, nie jest wystarczająca do opisu i wyjaśnienia specyfiki tego typu podmiotów. Analiza alternatywnych teorii firmy wskazuje, że żadna z tych teorii nie koncentruje się na przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Teorie te powstawały raczej jako odpowiedź na nowe zjawiska i takie, które nie są wyjaśniane przez tradycyjną teorię firmy. Stąd niejako naturalnie punkt ciężkości zainteresowania alternatywnych teorii przedsiębiorstwa spoczął na przedsiębiorstwach charakteryzujących się rozdzieleniem własności od zarządzania. Spowodowało to także pewne „zaniedbanie” przez teorię przedsiębiorstw, w których rozdzielenie to nie ma miejsca.

Warto podkreślić, że dokonany przegląd teorii przedsiębiorstwa pokazuje raczej omijanie przez teorię firmy podmiotu rozprawy niż usystematyzowany zbiór ustaleń teoretycznych na jego temat i stanowi próbę wyodrębnienia z rozbudowanych teorii tych ich fragmentów, które odnoszą się do tematu rozprawy.

W tabeli 1.4 zaprezentowano podsumowanie wyników autorskiej analizy teorii przedsiębiorstwa nakierowanej na wymienione powyżej cele¹⁴⁴.

¹⁴² Por. O.E. Williamson, op. cit., s. 158.

¹⁴³ Jest to jeden z przejawów familizmu.

¹⁴⁴ Ustalenia zawarte w tabeli odnoszą się do ważniejszych teorii przedsiębiorstwa, także takich, które nie zostały uprzednio wspomniane w rozprawie.

Tabela 1.4

Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w teorii firmy

Teoria firmy	Implikacje dla przedsiębiorstwa	Implikacje dla przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli (PZPW)	Implikacje dla zarządzania przez wartość (VBM)?
Teoria tradycyjna (neoklasyczna)	<p>przedsiębiorstwo jako szczególny przypadek stosowania zasady ekwimarginalnej;</p> <p>postreganie przedsiębiorstwa przez jego funkcję produkcyjną;</p> <p>naturalne granice przedsiębiorstwa wyznaczone są przez technologię;</p> <p>wymiar czasowy analizy (okres rynkowy, krótki, długi, sekularny);</p> <p>procent jako zapłata za kapitał, zysk jako wynagrodzenie za „organizację” (przedsiębiorczość);</p> <p>modele zachowań przedsiębiorstw na różnych modelowych rynkach;</p> <p>optymalna alokacja zasobów w sensie Pareto;</p> <p>istotne relacje firma – otoczenie; to co się dzieje wewnątrz przedsiębiorstwa jest poza sferą zainteresowania;</p> <p>zysk jako zarobek z tytułu niepewności (Knight);</p> <p>zysk jako zapłata za innowację (Schumpeter);</p>	<p>PZPW jako etap w rozwoju przedsiębiorstwa;</p> <p>pożądane cechy przedsiębiorcy (pracodawcy, kupca, organizatora produkcji) – gruntowna wiedza o gałęzi, umiejętności przewidywania zmian konsumpcji i produkcji, wykorzystywania szans, ostrożny osąd, odwaga w podejmowaniu ryzyka, przywództwo, umiejętności motywowania pracowników;</p> <p>zdefiniowany problem sukcesji w firmie rodzinnej;</p> <p>zalety i wady rozdziału własności od zarządzania; zaleta PZPW – bezpośrednio zwierzchnictwo ułatwia wykrycie nieprawidłowości;</p> <p>teoria rynków: utożsamienie przedsiębiorstwa z przedsiębiorcą-właścicielem; założenia nie spełniane w rzeczywistości gospodarce; ujęcie statyczne (stan równowagi);</p>	<p>maksymalizacja zysku założeniem o zachowaniach optymalizujących podmiotów gospodarczych, a nie obiektywną prawidłowością;</p> <p>zysk = zysk normalny + zysk czysty;</p>
Teoria innowacji i przedsiębiorcy (J. Schumpeter)	<p>motorem zmian i źródłem zysku czystego są innowacje;</p> <p>szczególna rola przedsiębiorcy;</p>	<p>pochoła dla PZPW jako miejsca działalności przedsiębiorcy – innowatora (duże przedsiębiorstwa mają tendencję do „zabijania” innowacyjności);</p> <p>innowacyjna przedsiębiorczość wpisana w charakterystykę PZPW;</p> <p>mniejsze PZPW to „zdrowszy” podmiot niż wielkie korporacje „kapitałów przemysłu”, bo wytwarza dobra, a korporacja „robi” zyski (dzięki monopolizacji i ograniczeniu konsumpcji); PZPW jest korzystniejsze dla społeczeństwa;</p>	<p>innowacja to główne źródło zysku czystego, czyli tworzenia wartości;</p>
Instytucjonalizm (T.B. Veblen)	<p>skoncentrowanie na zmiennych instytucjonalnych;</p> <p>odrzućcie homo oeconomicus i założenia o dążeniu do równowagi;</p> <p>system gospodarczy ewoluuje, zatem formuła przedsiębiorstwa zmienia się w różnych gospodarstwach i rynkach, co z kolei oddziałuje na motywację ludzi i realizowane cele;</p> <p>ujawnienie wagi oportunistu w zachowaniach ludzi;</p> <p>transakcję powinno się uznać za podstawową jednostkę analizy;</p>		
(J.R. Commons)			
Teoria kosztów transakcyjnych Coase'a	<p>przedsiębiorstwa istnieją, aby zmniejszyć koszty transakcyjne (kiedy koordynacja przez kierownictwo jest tańsza, efektywniejsza niż koordynacja przez ceny);</p> <p>wzrost przedsiębiorstw to internalizacja kolejnych transakcji w przedsiębiorstwie; należy go zatrzymać w momencie zrównania się marginalnych kosztów zarządzania i koordynacji na rynku;</p>	<p>obawa przed wzrostem kosztów koordynacji przez kierownictwo jednym z powodów powstrzymywania wzrostu przedsiębiorstw;</p> <p>rewolucja cyfrowa (informacyjna) spowodowała redukcję kosztów koordynacji przez rynek i przez kierownictwo; większy ruch z obszaru koordynacji przez hierarchiczne zarządzanie w kierunku rynku;</p> <p>systemy informatyczne zwiększają potencjał rozwoju przedsiębiorstwa;</p>	

Tabela 1.4 – ciąg dalszy

Teoria firmy	Implikacje dla przedsiębiorstwa	Implikacje dla przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli (PZPW)	Implikacje dla zarządzania przez wartość (VBM)?
<p>Teoria kontraktualna</p> <p>(przedsiębiorstwo jako organizator pracy zespołowej)</p>	<p>przedsiębiorstwo jako wiązka kontraktów, które ze swojej natury są niedoskonałe;</p> <p>oportunizm dominującą tendencją w zachowaniach stron umowy;</p> <p>wyspecjalizowane aktywa jako zabezpieczenie wykonania umowy;</p> <p>to nie produktywność kreuje wynagrodzenie tylko system wynagrodzeń stymuluje produktywność pracy;</p> <p>przedsiębiorca to centralny kontraktor i nadzorca dysponujący wiązką praw;</p> <p>przedsiębiorstwo będzie posiadało na własność te czynniki produkcji, które wolno tracią na wartości, są płynne i ich okres używania w przedsiębiorstwie w porównaniu do ich ekonomicznego życia jest wystarczająco długi, a ponadto zależy od sposobu używania, który może być monitorowany wewnątrz firmy;</p>	<p>przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli ze względu na stopień, w jakim centralny kontraktor posiada wiązkę praw przedsiębiorcy, wydaje się podmiotem skuteczniejszym w monitorowaniu i oszczędniejszym w kosztach produkcji zespółowej niż wielka korporacja;</p> <p>wadą PZPW w porównaniu do korporacji może okazać się niemożność odwołania zarządu nawet w wypadku systematycznie pogarszających się wyników i malejącej efektywności działania przedsiębiorstwa;</p>	<p>wartość akcji w korporacji jest elementem spinającym efektywne monitorowanie zarządu;</p> <p>VBM wiele miejsca poświęca właściwemu mierzaniu wysiłku (produktywności) i motywowaniu członków zespołu w pracy grupowej (tak aby zminimalizować ryzyko uchylania się od pracy i innych zachowań oportunistycznych);</p>
<p>(prawa własności)</p>	<p>transakcje dotyczą z reguły wiązki praw własności;</p> <p>prawa własności służą do redukcji niepewności i pozwalają planować;</p> <p>wyłączność i transferowalność praw własności decydują o ich wartości;</p>	<p>przedsiębiorstwa zarządzane przez jednego właściciela jawią się jako podmioty prawa własności o wyższej wartości;</p> <p>również spółki zarządzane przez kilku właścicieli z perspektywy praw własności wydają się wartościowymi podmiotami, ponieważ wszyscy właściciele uczestniczący w zarządzaniu mogą się nawzajem kontrolować w korzystaniu z prawa własności przedsiębiorstwa;</p>	<p>wyłączność i transferowalność jako podstawowe determinanty wartości prawa własności są uwzględniane w procesie wyceny w postaci premii za kontrolę i dyskonta z tytułu braku płynności;</p>
<p>(firma i struktura hierarchiczna A. Chandlera)</p>		<p>charakterystyka przedsiębiorstwa „tradycyjnego” odnosi się w dużej części do PZPW: uzależnienie od rynku, planowanie w krótszym horyzoncie czasowym, większa elastyczność, uzależnienie trwania przedsiębiorstwa od długości życia założycieli, kapitalizm rodzinny.</p>	

Tabela 1.4 – ciąg dalszy

Teoria firmy	Implikacje dla przedsiębiorstwa	Implikacje dla przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli (PZPW)	Implikacje dla zarządzania przez wartość (VBM)?
Teoria agencji	<p>problem agencji występuje w przypadku umów o asymetrycznej pozycji stron (pryncypała i agenta), zwłaszcza stosunków zatrudnienia w przedsiębiorstwie;</p> <p>należy dążyć do minimalizowania kosztów agencji, czyli kosztów monitorowania agenta przez pryncypała, kosztów wiązania interesu agenta z interesem pryncypała oraz straty rezydualnej;</p>	<p>w PZPW problem agencji na najwyższym szczeblu nie występuje, ponieważ właściciele zarządzają; występuje on jednak na niższych poziomach piramidy organizacyjnej;</p> <p>tak jak w dużych korporacjach skoncentrowanie własności redukuje koszty agencji, tak w PZPW występowanie jednego właściciela zarządzającego przedsiębiorstwem redukuje koszty agencji na niższych szczeblach;</p>	<p>zlikwidowanie, a przynajmniej złagodzenie problemu agencji jest jednym z głównych zadań systemów VBM;</p>
(wewnętrzna i zewnętrzna własność)	<p>ze względu na działanie w świecie niekompletnych kontraktów oraz inwestycji w specyficzne aktywa, w pewnych okolicznościach najlepiej jest równo dystrybuować własność;</p> <p>analiza wyboru struktury własności (wewnętrzna czy zewnętrzna własność) minimalizującej nieefektywność ex post powodowaną przez asymetrię informacji prowadzi do wniosku, że obie formy własności są nieefektywne, ale w różny sposób;</p> <p>zewnętrzna własność może redukować koszty pogoni za rentą przez zmniejszenie skali marnowania zasobów w konflikcie o dystrybucję nadwyżki pomiędzy właścicielami wewnętrznymi; powoduje przy tym powstanie dodatkowych kosztów wynikających z dążenia właścicieli wewnętrznymi do zaniżenia wielkości nadwyżki przeznaczanej do podziału; kosztem zewnętrznej własności jest też pogorszenie bodźców do inwestowania w aktywa przynoszące dochód, które prowadzi do obniżenia generowanej nadwyżki;</p>	<p>podmiot tylko z wewnętrzna własnością może być w określonych warunkach optymalną formą własności;</p> <p>w konkurencji doskonałej forma własności zewnętrznej jest bardziej efektywna w porównaniu do własności wewnętrznej;</p> <p>własność wewnętrzna funkcjonuje dobrze, jeśli działalność przedsiębiorstwa jest wąsko zdefiniowana, a interesy poszczególnych właścicieli są wyrównane i podobne;</p> <p>w firmie tylko z właścicielami wewnętrznymi nie występuje konflikt o nadwyżkę na linii wewnętrznymi-zewnętrznymi właścicielami;</p> <p>zewnętrzna własność nie jest pożądana dla firm, w których duża jest waga dokonywanych inwestycji w specyficzne aktywa pod względem ich wpływu na wynik przedsiębiorstwa (w szczególności inwestycji w kapitał ludzki);</p>	
(teoria mikro-mikro H. Leibenstein)	<p>człowiek charakteryzujący się racjonalnością selektywną jest podstawowym podmiotem gospodarowania;</p> <p>w rzeczywistości gospodarcej występuje „nieefektywność X”;</p>		
Teorie menedżerskie	<p>wielkie korporacje zarządzane przez menedżerów realizują takie cele jak maksymalizacja sprzedaży, użyteczności czy wzrostu;</p>	<p>wyniki badań sugerują, że firmy kontrolowane przez menedżerów osiągały gorsze wyniki niż firmy kontrolowane przez właścicieli;</p>	<p>zwiększenie wydatków dyskrejonalnych przez menedżerów jest sposobem przechwytywania wartości;</p>
Koncepcja ograniczonej racjonalności	<p>ludzie nie szukają w działalności gospodarczej wyboru optymalnego, tylko poprzestają na wyborze zadowalającym;</p>		<p>ograniczona racjonalność czyni planowanie procesem bardzo trudnym;</p>

Tabela 1.4 – ciąg dalszy

Teoria firmy	Implikacje dla przedsiębiorstwa	Implikacje dla przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli (PZPW)	Implikacje dla zarządzania przez wartość (VBM)?
<p>Teoria behawioralna</p> <p>Nowa ekonomia instytucjonalna</p>	<p>Implikacje dla przedsiębiorstwa</p> <p>to nie przedsiębiorstwo ma cele, tylko człowiek; w przedsiębiorstwie realizowana jest wiązka celów;</p> <p>wysokość kosztów transakcyjnych determinuje wybór formy zorganizowania danej transakcji (na rynku, w przedsiębiorstwie czy w formie pośredniej);</p> <p>ograniczona racjonalność i oportunizm to dwa najistotniejsze założenia dotyczące zachowania człowieka;</p> <p>podstawowe wymiary określające daną transakcję to specyficzność aktywów, stopień niepewności i częstotliwość zawierania transakcji;</p> <p>tendencja do internalizacji kolejnych transakcji w jednym przedsiębiorstwie jest tym większa, im bardziej specyficzne są aktywa;</p>	<p>Implikacje dla przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli (PZPW)</p> <p>w PZPW występują silniejsze, w porównaniu do korporacji, bodźce, by użytkować aktywa z wyższą troską i ponosić wysiłki na rzecz utrzymania ich dotychczasowego stanu;</p> <p>internalizacji transakcji w przedsiębiorstwie towarzyszy zwykle pogorszenie bodźców; jest to szczególnie ostre w sytuacji, w której ważna jest innowacja, bowiem wtedy bodźce do innowacji ulegają zmniejszeniu;</p> <p>zdolność PZPW do konkurencji jest znacznie częściej weryfikowana niż w przypadku dużych korporacji, bo PZPW dokonuje znacznie większej części transakcji na rynku; a rynek o wiele rzadziej przebacza błędy niż ma to miejsce w strukturze hierarchicznej; natomiast rodzinne PZPW przebacza błędy popełnione wewnątrz przedsiębiorstwa jeszcze łatwiej niż duża korporacja;</p>	
Teorie biologiczne	<p>w krótkim okresie przedsiębiorstwa, aby przetrwać muszą dążyć do homeostazy;</p> <p>w długim okresie celem firmy jest rozwój (konceptcja cyklu życia);</p>		
Szkoła zasobów i kompetencji	<p>przedsiębiorstwo zbiorem różnorodnych kombinacji zasobów;</p> <p>istniejące zasoby menedżerskie ograniczają możliwą stopę wzrostu firmy;</p> <p>przedsiębiorstwo buduje przewagę konkurencyjną przez skonfigurowanie zasobów i umiejętności w kluczowe kompetencje firmy, spośród których szczególnie doniosłe jest znaczenie wiedzy;</p> <p>powodem istnienia przedsiębiorstwa jest chęć uniki transferu wiedzy poza organizację i chęć ułatwienia transferu wiedzy wewnątrz organizacji; ludzie jako nośniki wiedzy;</p> <p>budowa systemów informatycznych i baz danych to próby zachowania kluczowych zasobów i kompetencji (wiedzy) przez firmę;</p>	<p>w PZPW częsta jest sytuacja, w której firma jest zależna od wiedzy zakumulowanej przez kluczowego pracownika; wtedy ma on silniejszą pozycję w negocjacjach o większą porcję wartości generowanej przez konkretne rozwiązanie; występuje wtedy problem agencji w zakresie wiedzy (kompetencji);</p>	<p>VBM pozwala wychwycić i opisać problem znaczenia kluczowych pracowników i posiadanych przez nich kluczowych kompetencji i wiedzy – VBM pozwala ująć zasoby i kompetencje będące w gestii przedsiębiorstwa, także te niematerialne (kapitał intelektualny);</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przywołanej w rozdziale 1 oraz wymienionej w spisie pod pozycjami 122, 173, 174, 176, 183, 188, 238.

Podsumowując stwierdzić należy, że przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jawi się jako zdrowszy, bardziej konkurencyjny podmiot (T.B. Veblen, O.E. Williamson), skuteczniejszy i oszczędniejszy w monitorowaniu pracy zespołowej w porównaniu do wielkiej korporacji (A. Alchian, H. Demsetz), w którego charakterystykę wpisana jest innowacyjna przedsiębiorczość, a to właśnie innowacje są źródłem tworzenia wartości (J. Schumpeter). Są to podmioty prawa własności o wyższej wartości, ponieważ wszyscy zarządzający właściciele mogą się nawzajem kontrolować w korzystaniu z tego prawa. W analizowanych podmiotach występują także silniejsze bodźce niż w wielkich korporacjach, by użytkować aktywa z wysoką troską (O.E. Williamson).

Główną cechą przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli jest brak problemu agencji na najwyższym szczeblu. Nie są to jednak podmioty wolne od problemu agencji, ponieważ występuje on na niższych poziomach piramidy organizacyjnej, przy czym skoncentrowanie własności może redukować generowane przez ten problem koszty. Z drugiej strony z uwagi na mniejszą liczbę i większą interdyscyplinarność pracowników przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli częściej niż wielkie korporacje narażone są na problem agencji w zakresie kompetencji, kiedy na skutek zakumulowanej przez pracownika wiedzy staje się on dla przedsiębiorstwa kluczowym (szkoła zasobów i kompetencji).

Analizując przyczyny powstawania, rozwoju, jak również stabilizacji rozmiarów przedsiębiorstw, teoria firmy ukazuje wpływ takich czynników, jak technologia, koszty transakcyjne, ich zmiany i wzajemne relacje, specyficzność aktywów, unikanie marnotrawienia wysiłków zespołu, zachowań oportunistycznych pracowników w pracy zespołowej, jak również skutki ustanowienia centralnego kontraktora i nadzorcy, konflikt o generowaną nadwyżkę pomiędzy właścicielami zarządzającymi i pozostałymi, asymetria informacji, jak również chęć uniknięcia bądź ułatwienia transferu wiedzy, zasobów i kompetencji.

Analiza wpływu poszczególnych czynników pozwala stwierdzić, że w określonych warunkach, dla specyficznych rodzajów działalności forma przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli może być najkorzystniejszą.

1.3. Cel działania przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich

1.3.1. Uwagi wstępne

Dalsze rozważania zmierzają do wskazania celu działania przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Punktem wyjścia analizy zmierzającej do wskazania celu działania przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli są rozważania na

temat celu przedsiębiorstwa w ogóle¹⁴⁵.

Koncepcje celu przedsiębiorstwa osadzone w różnych teoriach firmy podzielić należy na dwie grupy. Pierwsza z nich obejmuje cele faktycznie przez przedsiębiorstwa realizowane. Wynikają one z obserwacji empirycznych i takich teorii przedsiębiorstwa, których zamiarem było wyjaśnienie rzeczywistości (teorie empiryczne). Cele z tej grupy w dalszej części rozprawy nazywane są empirycznymi celami przedsiębiorstwa. Druga grupa obejmuje cele wynikające z teorii normatywnych, tj. takich które zgłaszają postulaty co do pożądanego stanu rzeczy. Są to zatem odpowiedzi na pytanie, co powinno być celem przedsiębiorstwa i w kolejnych podrozdziałach nazywa się je normatywnymi celami przedsiębiorstwa.

W dalszej części rozprawy odniesiono się do celów z obu grup, wskazując na rozbieżność między celami normatywnymi a empirycznymi. Rozważania zmierzają jednak do wskazania właściwego celu działania przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli, a zatem celu w ujęciu normatywnym.

1.3.2. Cel działania przedsiębiorstwa w teorii firmy – przegląd koncepcji

Tradycyjna teoria przedsiębiorstwa przyjmuje, że celem działalności firmy jest maksymalizacja zysku. Zasada maksymalizacji zysku wymyka się kryteriom podziału celów na empiryczne i normatywne. Zastrzeżenia pod adresem tak sformułowanego celu odnoszą się zarówno do sprzecznych z nim obserwacji empirycznych, jak i do faktu, że nie powinien on być celem w ujęciu normatywnym. Wynika to z faktu, że maksymalizacja zysku jest założeniem w modelowaniu neoklasycznym, poczynionym bez dbałości o to, w jakim stopniu odpowiada ono rzeczywistości¹⁴⁶.

Należy zgodzić się z T. Gruszeckim, że o ile przyjęcie takiego założenia było pomocne w modelowaniu neoklasycznym¹⁴⁷, o tyle traktowanie tego stwierdzenia jako obiektywnej i rzeczywiście działającej prawidłowości budzić musi wątpliwości¹⁴⁸.

Zastrzeżenia pod adresem maksymalizacji zysku jako celu empirycznego budzą wnioski płynące z obserwacji rzeczywistości. Wynika z nich, że przedsiębiorstwa nie maksymalizują zysku. Jako przykłady takich obserwacji można

¹⁴⁵ Chodzi o cel przedsiębiorstwa nazywany przez A. Nogę celem powszechnym. Oprócz tej kategorii wspomniany autor wyróżnia także cele autonomiczne przedsiębiorstw. Por. A. Noga, op. cit., s. 64.

¹⁴⁶ Por. tamże, s. 112.

¹⁴⁷ Przyjęcie takiego założenia w modelowaniu ekonomicznym upraszcza rozumowanie i pozwala na wyprowadzenie dalszych zależności. Por. T. Gruszecki, *Przedsiębiorca...*, wyd. cyt., s. 139.

¹⁴⁸ Pod adresem zasady maksymalizacji zysku T. Gruszecki wymienia zastrzeżenia metodologiczne, empiryczne, ekonomiczne i etyczne. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 159-166.

podać:

- właścicieli małych przedsiębiorstw, często jednoosobowych, których główną motywacją jest „bycie swoim własnym szefem”;
- przedsiębiorstwa rodzinne, których rozwój jest podporządkowany zasadzie pozostawania pod kontrolą rodziny;
- przedsiębiorstwa innowacyjne, których właściciele chcą zrealizować jakiś nowatorski projekt;
- przedsiębiorstwa non-profit, których działalność nastawiona jest na inne cele niż zysk;
- przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, których głównym celem jest zaspokajanie potrzeb publicznych¹⁴⁹.

Maksymalizacja zysku nie powinna być także celem w ujęciu normatywnym. Problematyczna jest bowiem na przykład próba skonkretyzowania odpowiedzi na pytanie o to, kto maksymalizuje zysk. Przedsiębiorstwo nie jest bowiem jakimś suwerennym, podejmującym decyzje bytem. Działają w nim tylko ludzie, którzy mogą mieć różne cele, w tym inne niż maksymalizacja zysku, o czym przekonuje m.in. teoria agencji, teorie behawioralne czy menedżerskie teorie przedsiębiorstwa. Ten problem dotyczy także przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Rozbieżność interesów nie występuje bowiem jedynie w firmach jednoosobowych.

Ponadto próba uszczegółowienia omawianego celu prowadzi nieuchronnie do maksymalizacji zysku księgowego (np. zysku netto). Zysk księgowy obarczony jest wadami wynikającymi z ułomności rachunkowości¹⁵⁰. Skutkują one tym, że zysk księgowy obliczony zgodnie z obowiązującymi przepisami może przyjmować różne wielkości, w zależności od przyjętych zasad rachunkowości, może być także kreowany przez zarządzających przedsiębiorstwem. W związku z tym realizacja postawionego przed kierownictwem celu w postaci maksymalizacji zysku może polegać na księgowym kreowaniu wyniku, co nie wpływa albo wpływa destrukcyjnie na efektywność przedsiębiorstwa¹⁵¹.

¹⁴⁹ Por. tamże, s. 161-164.

Wskazać można poza tym na inne zastrzeżenia natury praktycznej. Maksymalizacja zysku w ujęciu proponowanym przez teorię tradycyjną sugeruje, że cena maksymalizująca zysk ustalana jest w punkcie zrównania się przychodu marginalnego z kosztem marginalnym. Praktyka działania przedsiębiorstw pokazuje, że bardzo częstym sposobem ustalania cen jest narzut zysku na koszty, co stoi w sprzeczności z zasadą maksymalizacji zysku.

¹⁵⁰ Problemy te omówione są w rozdziale czwartym rozprawy.

¹⁵¹ Odpowiedzią na przytoczone argumenty bywa stwierdzenie, że zasada maksymalizacji zysku jest ujęciem modelowym i ogólnym, które co prawda abstrahuje od szeregu uwarunkowań rzeczywistej działalności przedsiębiorstw, ale pozwala odkryć pewną wspólną zasadę zachowań bardzo różnorodnych podmiotów. Jest to tzw. umiarkowana postać zasady maksymalizacji zysku (por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 166). Jednocześnie takie postawienie problemu oznaczałoby, że stwierdzenie, iż przedsiębiorstwa powinny maksymalizować zysk, należy rozumieć jako ogólne wskazanie na konieczność poprawy

Konieczne jest zatem znalezienie, możliwej do wykorzystania w rzeczywistości gospodarczej i wolnej od zgłoszonych powyżej zastrzeżeń, odpowiedzi na pytanie, co jest właściwym celem działalności przedsiębiorstwa.

Próby odpowiedzi na pytanie o cel działalności przedsiębiorstwa podejmowano także w ramach alternatywnych teorii firmy, przy czym w większości rozważania na ten temat dotyczyły celu faktycznie przez przedsiębiorstwo realizowanego (celu empirycznego). Pierwszymi teoriami, które otwarcie zakwestionowały zasadę maksymalizacji zysku były teorie menedżerskie¹⁵². Wywodzą się one z obserwacji dużych zarządzanych przez menedżerów korporacji z rozproszoną własnością, z których wynikało, że podmioty te nie maksymalizują zysku. Jako alternatywne cele realizowane przez korporacje zarządzane przez menedżerów (cele empiryczne) wskazano¹⁵³:

- maksymalizację sprzedaży – model W.J. Baumola (1959)¹⁵⁴,
- maksymalizację użyteczności dla menedżerów poprzez zwiększanie wydatków dyskrecjonalnych – model O.E. Williamsona (1964)¹⁵⁵,

efektywności. Jednak takie ogólne zalecenie jest mało przydatne w rzeczywistym funkcjonowaniu przedsiębiorstw.

¹⁵² Por. tamże, s. 157.

¹⁵³ Do teorii menedżerskich, oprócz wymienionych w pracy, zalicza się niekiedy także teorię wzrostu firmy E. Penrose, prekursora szkoły zasobów i kompetencji (ang. resource-based view of the firm, competence-based school). Por. E. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwell, 1959; J.W. Stoelhorst, E.M. van Raaij, op. cit., s. 4; N.J. Foss, Edith Penrose and the Penrosians – or, why there is still so much to learn from *The Theory of the Growth of the Firm*, prepared for a Special Issue of *Cahiers de l'ISMEA – Série Oeconomica*, revised 14.01.1998, <http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8778690196.pdf> (dostęp 04.12.2007), s. 3; C.K. Prahalad, G. Hamel, *The Core Competence of the Corporation*, *Harvard Business Review*, May-June 1990, s. 79-91.

¹⁵⁴ Model ten wychodzi od konstatacji, iż płace menedżerów w większych firmach są wyższe niż w mniejszych, a z wielkością spółki wiążą się też przywileje, takie jak służbowe samochody, ekskluzywne biura, wysokie limity wydatków reprezentacyjnych. Ponadto wysokie przychody ze sprzedaży, duży udział w rynku i większa siła przetargowa stanowią bariery wejścia dla potencjalnych konkurentów, zwiększając szanse przetrwania firmy w długim okresie i dając menedżerom stabilność zatrudnienia. Płace i inne korzyści są zatem skorelowane z poziomem sprzedaży. Dlatego menedżerowie dążą do maksymalizacji sprzedaży. Narzucają taki cel całemu przedsiębiorstwu, warunkiem ograniczającym jest dla nich jedynie osiągnięcie minimalnego poziomu rentowności kapitału narzuconego przez właścicieli. Stąd menedżerowie starają się maksymalizować sprzedaż w przedziale gwarantującym minimalną rentowność kapitału. Por. W.J. Baumol, *Business Behaviour, Value and Growth*, Macmillan, London 1959, za: M. Gorynia, op. cit., s. 24; W. Frąckowiak, *Przedsiębiorstwo...*, wyd. cyt., s. 48.

¹⁵⁵ Celem działalności menedżerów jest maksymalizacja użyteczności, którą można opisać w kategoriach pieniężnych i niepieniężnych. O.E. Williamson kładzie nacisk na wydatki firmy podlegające dyskrecjonalnej kontroli menedżerów. Nie mają oni bowiem neutralnego stosunku do wydatków i preferują te, które zależą bezpośrednio od nich. Wydatki na podległy personel administracyjny, luksusowe biura czy samochody służbowe, uznaniowe wydatki inwestycyjne pozwalają menedżerom zaspokoić potrzeby dochodu, prestiżu,

- maksymalizację wzrostu – model R. Marris (1964)¹⁵⁶.

Koncepcja ograniczonej racjonalności H.A. Simona¹⁵⁷ pośrednio zakwestionowała zasadę maksymalizacji zysku, wskazując na nieadekwatność terminu „maksymalizacja” względem decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie. W tym ujęciu ze względu na ograniczenia racjonalności decydentów (menedżerów), celem przedsiębiorstwa jest osiągnięcie wyniku (np. zysku) na poziomie satysfakcjonującym właścicieli.

Teoria behawioralna R.M. Cyerta i J.G. Marcha¹⁵⁸ wskazała na rozbieżność

władzy, bezpieczeństwa. Podobnie jak w modelu W.J. Baumola, O.E. Williamson zakłada, że warunkiem ograniczającym swobodę menedżerów w realizowaniu powyższego celu jest osiągnięcie minimalnej rentowności satysfakcjonującej właścicieli, jednak zauważa, iż korporacje z dużym udziałem w rynku nie mają z tym trudności. Por. O.E. Williamson, *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives In a Theory of the Firm*, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs 1964, za: A. Kozłowska, *Alternatywne teorie zachowania przedsiębiorstw*, w: D. Kopycińska (red.), *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, Printgroup, Szczecin 2006, s. 36; O.E. Williamson, *Economic Organization. Firms, Markets and Policy Control*, Wheatsheaf Books, London 1986; za: M. Gorynia, op. cit., s. 27; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 182.

¹⁵⁶ Użyteczność dla menedżerów rozumiana jest jako mieszanka dochodu, władzy, prestiżu oraz bezpieczeństwa. Zauważa się, że menedżerowie większą wagę przywiązują do korzyści wynikających ze wzrostu niż z samego rozmiaru. Zaspokajają przy tym swoje potrzeby dochodu, prestiżu, władzy i bezpieczeństwa, maksymalizując stopę wzrostu przedsiębiorstwa, przy czym wzrost rozumiany jest nie tylko jako wzrost sprzedaży, ale także – aktywów. Daje on większą niezależność finansową, większe możliwości samofinansowania i utrudnia przejęcie firmy przez wykup akcji na rynku kapitałowym. Menedżerowie zarazem muszą dbać o osiągnięcie minimalnego wymaganego poziomu zysku, ponieważ stanowi on źródło stabilnej dywidendy, która zapobiega zmianom akcjonariatu i przeciwdziała nagłym spadkom wartości akcji na giełdzie. Por. R. Marris, *A Model of the „Managerial” Enterprise*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. LXXVII, May, 1963, No. 2, s. 186-188; R. Marris, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, London 1964; M. Gorynia, op. cit., s. 25.

¹⁵⁷ Zasada ograniczonej racjonalności H.A. Simona głosi, że ludzie nie szukają w działalności gospodarczej wyboru optymalnego, tylko poprzestają na wyborze zadawalającym (satysfakcjonującym). Por. H.A. Simon, *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1976, s. 181 i dalsze; J.G. March, H.A. Simon, *Teoria organizacji*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1964, s. 228; M. Augier, E. Feigenbaum, H.A. Simon – *Biographical Memoirs*, *Proceedings of the American Philosophical Society* vol. 147, No 2, June 2003, s. 196.

¹⁵⁸ Wychodzi od stwierdzenia, że to nie zbiorowości ludzkie mają cele, tylko konkretne jednostki. W tym ujęciu przedsiębiorstwo to koalicja jednostek ludzkich, w ramach której tworzą się niejednokrotnie pewne subkoalicje. To wraz z obserwowanym zjawiskiem separacji własności i kontroli prowadzi do stwierdzenia, że menedżerowie zarządzający nie mają wspólnego celu, tylko różne cele indywidualne, w zależności od poziomu i zakresu odpowiedzialności ich stanowiska. Obok celów kwantyfikowalnych takich jak wielkość produkcji, niezbędny poziom zapasów, poziom sprzedaży, udział w rynku czy wysokość zysku, występują cele niekwantyfikowalne. Cele te dotyczą różnych części przedsiębiorstwa, są ze sobą często sprzeczne, dlatego muszą być w jakiś sposób uzgadniane. Służą temu takie mechanizmy jak przetarg, korygowanie celów ze względu na doświadczenia,

interesów osób działających w przedsiębiorstwie i zaproponowała zamiast jednego celu, jakim była maksymalizacja zysku, koncepcję wiązki celów realizowanych przez przedsiębiorstwo. Podobną koncepcję wiązki celów przedsiębiorstwa wywieść można z teorii kontraktualnej (postrzegającej przedsiębiorstwo jako wiązkę kontraktów), jak również z nowej ekonomii instytucjonalnej, zwracającej uwagę na szukanie kompromisu pomiędzy rozbieżnymi interesami poszczególnych jednostek w przedsiębiorstwie, reprezentujących zachowania oportunistyczne. Teoria agencji natomiast wyraźnie definiuje konflikt celów, które realizują różne grupy w przedsiębiorstwie, w szczególności właścicieli i menedżerów.

Inaczej definiują cel przedsiębiorstwa teorie biologiczne, według których celem działalności jest przetrwanie w krótkim okresie oraz rozwój w długim okresie¹⁵⁹.

Przytoczyć można także inne koncepcje celu przedsiębiorstwa, które jednak w odróżnieniu od wspomnianych powyżej stanowią odpowiedź na pytanie, co powinno być celem przedsiębiorstwa (cel normatywny). P.F. Drucker stwierdził, że celem przedsiębiorstwa powinno być tworzenie klienteli¹⁶⁰. Rozumieć to jednak należy jako podkreślenie faktu, że to klient jest w centrum zainteresowania biznesu, niejako tworzy biznes. Jednak już podchodząc do aplikacji tej koncepcji, P.F. Drucker proponował zarządzanie przez cele w ośmiu dziedzinach, zdając sobie sprawę z konieczności równoważenia celów z tych obszarów, ponieważ mogą one być sprzeczne¹⁶¹. W ostatniej dekadzie XX wieku natomiast opowiadał się już za postrzeganiem biznesu z długoterminowej perspektywy właściciela, krytykując koncepcję równoważenia interesów różnych grup¹⁶² i aprobując tworzenie bogactwa właścicieli¹⁶³. Nie jest to wcale diametralna zmiana poglądów, tylko raczej wynik

wewnątrzorganizacyjny proces kontroli. Wynika z tego, że różne cele istniejące w przedsiębiorstwie nie mogą być jednocześnie maksymalizowane, realizowane są często na pewnym poziomie aspiracji. Istnieje zatem wiązka celów przedsiębiorstwa, tworząca pewną strukturę. Por. R.M. Cyert, J.G. March, *A Behavioral Theory of The Firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1963, s. 26-40.

¹⁵⁹ W biologicznych teoriach przedsiębiorstwa celem w krótkim okresie jest przetrwanie, a jej zachowania tłumaczyć może dążenie do homeostazy. W długim okresie samo przetrwanie nie wystarcza, liczy się rozwój, który może być opisany przy pomocy koncepcji cyklu życia. Por. T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 227.

¹⁶⁰ Por. P.F. Drucker, *Praktyka zarządzania*, Czytelnik, Nowoczesność, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, 1998, s. 52.

¹⁶¹ Te dziedziny to: 1) pozycja rynkowa przedsiębiorstwa, 2) innowacyjność, 3) produktywność, 4) zasoby fizyczne i finansowe, 5) rentowność, 6) wydajność menedżerów i ich rozwój, 7) wydajność pracownika i jego stosunek do pracy, 8) odpowiedzialność publiczna przedsiębiorstwa. Por. tamże, s. 79, 104.

¹⁶² Analizowaną w kolejnym podrozdziale koncepcję konkurencyjną w stosunku do zarządzania przez wartość. Por. P.F. Drucker, *Zarządzanie w XXI wieku*, Muza, Warszawa 2000, s. 60.

¹⁶³ W artykule w *Harvard Business Review* z 1995 roku. Por. A. Ehrbar, op. cit., s. 2.

konwergencji w nauce i biznesie dwóch problematyk: wartości dla klienta i wartości dla właścicieli¹⁶⁴. Wynika z tego, że postrzeganie strategiczne nakierowane na klienta powinno być zbieżne z myśleniem finansowym z perspektywy wartości dla właściciela.

Teoria finansów przedsiębiorstwa na pytanie o cel funkcjonowania przedsiębiorstwa daje także odmienną od maksymalizacji zysku odpowiedź. Postrzega ona przedsiębiorstwo z perspektywy jego właścicieli i jako cel stawia zwiększanie wartości dla właścicieli. Takie definiowanie celu przedsiębiorstwa wydaje się dominować w środowisku naukowym¹⁶⁵.

Współcześnie główną alternatywą¹⁶⁶ powyższej koncepcji celu przedsiębiorstwa jest, odwołujący się do przytoczonej powyżej koncepcji wiązki celów¹⁶⁷ pogląd, że przedsiębiorstwo powinno realizować interesy wszystkich grup związanych z przedsiębiorstwem, czyli jego interesariuszy (ang. stakeholders)¹⁶⁸.

¹⁶⁴ Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 29.

¹⁶⁵ Podobny pogląd wyrażają m.in. M. Michalski, Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli, w: J. Duraj (red.), Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2000, s. 69; A. Jaki, T. Rojek, Zorientowanie na wartość jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000, s. 110; T. Waśniewski, W. Skoczylas, Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 373; E.A. Helfert, Techniki analizy finansowej, PWE, Warszawa 2004, s. 21; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, Zarządzanie finansami, PWE Warszawa 2000, t. 2, s. 44.

¹⁶⁶ Różni autorzy zajmujący się tą tematyką jako w zasadzie jedyną konkurencyjną w stosunku do zwiększania wartości koncepcję celu firmy podają właśnie równoważenie interesów różnych interesariuszy. Por. np. A. Rappaport, Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora, WIG – Press, Warszawa, 1999, s. 5; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 257; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, WIG Press, Warszawa 1997, s. 5; W. Skoczylas, Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: W. Skoczylas (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007, s. 30; Sz. Cyfert, Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy, w: H. Jagoda, J. Lichtarski (red.), Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią i praktyką, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014, Wrocław 2004, s. 27.

¹⁶⁷ Szczególnie do teorii behawioralnej R.M. Cyerta i J.G. Marcha. Por. W. Skoczylas, Ogólne..., wyd. cyt., s. 30.

¹⁶⁸ Prekursorem i propagatorem tej koncepcji jest R.E. Freeman. Stawianie za cel funkcjonowania przedsiębiorstwa zaspokojenia interesów różnych grup interesariuszy nazywane bywa w literaturze także koncepcją wszystkich osób zainteresowanych, koncepcją korzyści dla podmiotów otoczenia, teorią stakeholders, koncepcją stakeholder value, ideą zrównoważenia interesów wszystkich podmiotów związanych z przedsiębiorstwem, modelem koalicji. Por. R.E. Freeman, K. Martin, B. Parmar, Stakeholder Capitalism, Journal of Business Ethics 2007/74, s. 303-314; A. Black, Ph. Wright, J. E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 25; W. Skoczylas, Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 1998, s. 30-33; A. Rappaport, op. cit., s. 6; Sz. Cyfert, op. cit., s. 27.

1.3.3. Korzyści dla wszystkich stron zainteresowanych versus wartość dla właścicieli

Obie omawiane koncepcje celu funkcjonowania przedsiębiorstwa różnią się pochodzeniem i podejściem teoretycznym¹⁶⁹. Wywodzą się z różnych modeli gospodarki rynkowej.

W najbardziej uproszczonym ujęciu mówić można o dwóch podstawowych modelach gospodarki rynkowej¹⁷⁰:

- anglosaskim,
- niemiecko-japońskim.

Koncepcja wartości dla właścicieli wywodzi się z modelu anglosaskiego, natomiast równoważenie interesów różnych grup związanych z przedsiębiorstwem wiązać należy z modelem niemiecko-japońskim.

W tabeli 1.5 syntetycznie przedstawiono cechy obu modeli, uwypuklając różnice istotne dla zrozumienia pochodzenia obu koncepcji¹⁷¹.

¹⁶⁹ Początek dyskusji nad tym, czy przedsiębiorstwo powinno powiększać wartość dla właścicieli, czy też równoważyć interesy wszystkich stron zainteresowanych, datuje się na lata 1931-32, kiedy to spór na ten temat rozgorzał na łamach Harvard Law Review. A.A. Berle opowiedział się w tym sporze po stronie prymatu właścicieli, a M. Dodd argumentował, że przedsiębiorstwo powinno także zapewniać bezpieczeństwo zatrudnienia, lepszą jakość dla odbiorców i ogólnie przyczyniać się do zwiększenia dobrobytu społeczeństwa. Por. L.A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, 2002, vol. 75, s. 1189.

¹⁷⁰ Jest to najbardziej uproszczone modelowe ujęcie, w którym model niemiecki i japoński, ze względu na wywodzące się z różnych uwarunkowań historycznych, kulturowych i społecznych, ale jednak zauważalne podobieństwa, łączy się w jedną wspólną kategorię. Na powyższy podział nakłada się klasyfikacja podejść do spółki kapitałowej obecnych w różnych krajach, wyróżniająca koncepcję monistyczną (interes właścicieli – USA, Wielka Brytania), dualistyczną (interes właścicieli i pracowników – kraje Europy kontynentalnej) i pluralistyczną (interes pracowników, właścicieli, kredytodawców, kooperantów i innych – Japonia). Można spotkać też inne, bardziej szczegółowe klasyfikacje. R. Boyer wymienia np. cztery typy kapitalizmu: rynkowy (USA), mezkorporacyjny (Japonia), socjaldemokratyczny (Szwecja) i etatystyczny (Francja). Model niemiecki łączy w tym ujęciu cechy kapitalizmu socjaldemokratycznego i etatystycznego. Model niemiecki jest też nazywany reńskim, kontynentalnym, europejskim lub wewnętrznym, a model anglosaski – amerykańsko-brytyjskim, anglo-amerykańskim lub zewnętrznym. Por. J. Lichtarski (red.), op. cit., s. 18, 88; J.K. Solarz, *Wpływ jakości nadzoru korporacyjnego na wartość spółki*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), „Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa”, Difin, Warszawa 2006, s. 270; A. Szablewski, *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), „Wycena i zarządzanie wartością firmy”, Poltext, Warszawa 2006, s. 31; M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 36-39; T. Gruszecki, *Współczesne...*, wyd. cyt., s. 248.

¹⁷¹ Należy pamiętać o tym, że jest to ujęcie modelowe. W rzeczywistości liczyć się należy z występowaniem różnic zarówno pomiędzy praktyką funkcjonowania gospodarek niemieckiej i japońskiej, będących podstawą modelu niemiecko-japońskiego, jak i różnych gospodarek bliskich modelowi anglosaskiemu, np. amerykańskiej i brytyjskiej.

Tabela 1.5

Charakterystyka głównych modeli gospodarki rynkowej

Wyszczególnienie		Model anglosaski	Model niemiecko-japoński
Koncepcja gospodarki rynkowej	koncepcja liberalnej gospodarki rynkowej	koncepcja liberalnej gospodarki rynkowej	Niemcy – koncepcja społecznej gospodarki rynkowej; Japonia – paradygmat opiekuńczości państwa względem obywatela głęboko osadzony w kulturze japońskiej (konfucjanizm, feudalizm japoński – usiōj azjatycki); doktryna gospodarowania – współpraca w kraju, konkurowanie za granicą
Zakres interwencjonizmu państwa	mały zakres interwencji państwa	mały zakres interwencji państwa	większy zakres interwencji państwa; szeroki zakres świadczeń społecznych
Otwarcie na świat	kosmopolityzm świata anglosaskiego (inwestowanie na całym świecie)	kosmopolityzm świata anglosaskiego (inwestowanie na całym świecie)	przywiązanie do swojej kultury, własnych produktów, przedsiębiorstw, gospodarek
Cel	zwiększanie wartości dla właścicieli	zwiększanie wartości dla właścicieli	równowaga między interesami klientów, pracowników, wierzycieli, właścicieli, rządu i innych interesariuszy
Filozofia przedsiębiorstwa	przedsiębiorstwo towarem	przedsiębiorstwo towarem	przedsiębiorstwo dobrem wspólnym (szczególnie w Japonii), zarządzanie partycypacyjne (związki zawodowe – wpływ na decyzje kadrowe, socjalne, udział w radzie nadzorczej) w Niemczech
Koncentracja kapitału; źródła finansowania	rozwinęte kredytowanie przez źródła rynkowe (bony komercyjne, obligacje); aktywny publiczny rynek kontroli	rozwinęte kredytowanie przez źródła rynkowe (bony komercyjne, obligacje); aktywny publiczny rynek kontroli	kredytowanie zdominowane przez źródła instytucjonalne, głównie prywatne pożyczki z banków i innych instytucji finansowych; połączenia poziome między przedsiębiorstwami; w Niemczech: banki zaangażowane w przemysł (powiernictwo w głosowaniu na WZA); państwo zaangażowane w przemysł; w Japonii: posiadanie papierów wartościowych w celu utrzymania stosunków handlowych; większość notowanych akcji w rękach banków, ubezpieczycieli i przedsiębiorstw niefinansowych; cross-holding (mochiai) – krzyżowe posiadanie akcji;
	znaczenie funduszy inwestycyjnych	znaczenie funduszy inwestycyjnych	powstanie holdingów kapitałowo-produkcyjnych (japońskie keiretsu);

Tabela 1.5 – ciąg dalszy

Wyszczególnienie	Model anglosaski	Model niemiecko-japoński
Sektor finansowy	oparty na rynkach finansowych, słab brak uzależnienia podmiotów od banków komercyjnych	dominująca rola w sektorze finansowym systemu bankowego, szczególnie banków uniwersalnych
Sektor bankowy	znaczący dopływ kapitału do przedsiębiorstw poprzez emisję papierów wartościowych; istotna rola różnych funduszy i banków inwestycyjnych	powszechnie powiązania między bankami a korporacjami przemysłowymi
Rynek kapitałowy	bankowości wyspecjalizowanej	bankowości uniwersalnej
	zcentralizowany – rozwinięty	zcentralizowany – mniej rozwinięty
	rozwój instrumentów i instytucji finansowych szybszy i burzliwy – masowe powstawanie funduszy inwestycyjnych od lat 50-tych XX wieku (inwestorzy uznają, że przy rosnącej liczbie akcji i kapitalizacji nie są w stanie efektywnie zarządzać inwestycjami)	rozwój instrumentów i instytucji finansowych wolniejszy – koncepcja państwa dobrobytu powoduje brak systemowych warunków do rozwoju funduszy inwestycyjnych
	wysoka płynność papierów wartościowych	niższa płynność papierów wartościowych
	wyższa efektywność rynku kapitałowego	niższa efektywność rynku kapitałowego
	korzyści kapitałowe jako główny motyw inwestowania	większe przywiązanie do dywidendy
Mobilność siły roboczej	większa mobilność siły roboczej	mniejsza mobilność siły roboczej
Model zatrudnienia	łatwość znalezienia i utraty pracy; możliwa szybka ścieżka awansu zawodowego („od pucybuta do milionera”)	trudniejsze znalezienie i utrata pracy (w Japonii zatrudnienie na całe życie); wolniejszy awans zawodowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, WIG Press, Warszawa 1997, s. 4-9; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 209-259; A. Shleifer, R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, NBER Working Paper 5554, April 1996, <http://www.nber.org/papers/w5554> (dostęp 04.12.2007), s. 27, 50; J.K. Solarz, Wpływ jakości nadzoru korporacyjnego na wartość spółki, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), „Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa”, Difin, Warszawa 2006, s. 270; M. Jerzemska, Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002, s. 35-86.

Z cechami omawianych modeli gospodarki rynkowej związana jest odmienna charakterystyka modeli nadzoru korporacyjnego. Główne różnice przedstawiono w tabeli 1.6.

Tabela 1.6

Porównanie modeli i uwarunkowań ładu korporacyjnego

Cecha	Model anglosaski	Model kontynentalno-japoński
Rynki kapitałowe	duże; płynny obrót walorami	małe; mniejsza płynność obrotu walorami
Rodzaj inwestorów	przewaga inwestorów indywidualnych	przewaga inwestorów instytucjonalnych
Kontrola nad spółką	aktywna, mocna	mniej aktywna, słabsza
Własność akcji	rozproszona	skoncentrowana
Zaangażowania banków w operacje spółki	niewielkie	duże
„Krzyżowe” posiadanie akcji	rzadkie	częste
Struktura władzy w spółce	jednoszczeblowa	dwuszczeblowa
Wpływ zarządu na funkcjonowanie spółki	duży	niewielki
Ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych	duże znaczenie	mniejsze znaczenie
Legislacja w zakresie upadłości	nacisk na ochronę przed wierzycielami	nacisk na ochronę wierzycieli
Regulacje dotyczące rachunkowości i wymogi jawności	surowe	mniej rygorystyczne
Instrumenty motywowania kierownictwa spółki	urozmaicony zestaw	skromny zestaw

Źródło: M. Marcinkowska, Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 14; M. Jerzemowska, Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002, s. 40.

Analiza tabel 1.5 i 1.6 pokazuje dlaczego i w jakich warunkach rozwinęły się obie konkurencyjne koncepcje. Ich rozwój wynika bowiem z odmiennych uwarunkowań historycznych, kulturowych, politycznych i społecznych w poszczególnych krajach oraz będących ich pokłosiem rozwiązań instytucjonalnych.

W modelu anglosaskim przypisywanie szczególnego znaczenia wolności i własności, rozwój rynków kapitałowych, inwestorów instytucjonalnych i publicznego rynku kontroli, jak również rozproszenie własności¹⁷² oraz duża mobilność kapitału i siły roboczej sprzyja akceptacji prymatu właścicieli.

W modelu niemiecko-japońskim poczucie wspólnoty i dobra wspólnego, rozwinięte finansowanie zewnętrzne ze źródeł instytucjonalnych, a nie

¹⁷² Zarówno w USA, jak i w Wielkiej Brytanii zaobserwować można znaczne rozdrobnienie akcjonariatu spółek giełdowych (co jest skutkiem m.in. ograniczeń prawnych co do wysokiego udziału we własności i sprawowaniu kontroli przez banki i inne instytucje finansowe), z drugiej strony znaczący inwestorzy czy holdingi kontrolowane przez rodziny są dość częste. Por. A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 27.

rynkowych¹⁷³, powiązanie sektora finansowego z przemysłem i wzajemne powiązania przedsiębiorstw¹⁷⁴ oraz niższa mobilność siły roboczej stworzyły warunki do rozwoju koncepcji równoważenia interesów wszystkich stron zainteresowanych funkcjonowaniem przedsiębiorstwa.

Oczywistym jest, że zwiększanie wartości dla właścicieli może stać w sprzeczności z postulatem zaspokajania potrzeb innych grup interesu związanych z przedsiębiorstwem. Dlatego też spojrzenie na firmę z perspektywy właścicieli oraz z perspektywy wszystkich interesariuszy traktować należy jako konkurencyjne koncepcje.

W dalszej części rozprawy zaprezentowano argumenty, dlaczego spośród dwóch rozpatrywanych koncepcji to właśnie zwiększanie wartości dla właścicieli jest powszechniej uznanym celem działalności przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej. Za zwiększaniem wartości dla właścicieli przemawia to, że:

- prywatna własność jest fundamentem gospodarki rynkowej;
- prywatna własność prowadzi do najefektywniejszej alokacji zasobów;
- oszacowanie wartości wymaga pełnego zestawu danych;
- chęć długoterminowego pomnażania wartości wymusza na właścicielach sprawiedliwe traktowanie innych interesariuszy;
- nie można zdefiniować pełnej listy grup interesów oraz ich celów;
- sprzeczność celów różnych interesariuszy powoduje trudności w praktycznym stosowaniu koncepcji wszystkich stron zainteresowanych;
- koncepcja równoważenia celów interesariuszy ułatwia uzasadnienie błędnych decyzji i rozmywa odpowiedzialność za nie;
- w warunkach globalizacji osiąganie stopy zwrotu niższej niż koszt kapitału powoduje odpływ kapitału do podmiotów gwarantujących wyższą efektywność.

Należy podkreślić, że fundamentem gospodarki rynkowej jest prywatna

¹⁷³ Znacząca rola banków w modelu niemiecko-japońskim spowodowała, że ten typ gospodarki bywa nazywany „bankowo-ukierunkowanym”, w odróżnieniu od gospodarki w modelu anglosaskim, która jest „rynkowo-ukierunkowana”. Por. J. Adamczyk, M. Szczygieł, Nadzór korporacyjny a kształtowanie oceny spółek publicznych, w: D. Zarzecki (red.), Zarządzanie Finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, t. 1, s. 12.

¹⁷⁴ W Niemczech duże banki komercyjne poprzez system pełnomocnictw (ang. proxy) kontrolują ponad 25% głosów w głównych przedsiębiorstwach, a także mają mniejszy, ale znaczący udział w przepływach pieniężnych firm jako bezpośredni właściciele albo kredytodawcy. Dodatkowo szacuje się, że około 80% dużych niemieckich przedsiębiorstw ma dużego właściciela nie będącego bankiem, dysponującego ponad 25% udziałem we własności. W Japonii normą jest własność w rękach głównych banków oraz tzw. cross-holding (mochiai), tzn. przetrzymywanie przez każde keiretsu dużych pakietów akcji innych grup biznesowych, co eliminuje niebezpieczeństwo wrogich przejęć czy fuzji. Por. A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 27. Wymienieni autorzy powołują się na wyniki wielu badań na poparcie swoich stwierdzeń. Por. także T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 7.

własność. Respektowanie prawa własności, także w odniesieniu do własności przedsiębiorstwa, nakazywałoby stawianie na pierwszym miejscu interesu właścicieli, bowiem to właściciele angażują w przedsiębiorstwo kapitał i ponoszą związane z tym ryzyko jego utraty, zatem to właśnie im powinno przysługiwać prawo do czerpania pożytków z funkcjonowania firmy¹⁷⁵.

Z ustaleń szkoły praw własności i obserwacji empirycznych wynika, że prywatna własność prowadzi do najefektywniejszej alokacji zasobów. Za przyjęciem perspektywy właścicielskiej przemawiałby zatem argument praktyczny. O jego słuszności można przekonać się, porównując długoterminowe dane makroekonomiczne Stanów Zjednoczonych, których charakterystyka najpełniej wpisuje się w model anglosaski, z państwami, które bliższe są modelowi niemiecko-japońskiemu. Jak argumentują T. Copeland, T. Koller i J. Murrin, USA są liderami zarówno pod względem PKB per capita, jak i wydajności pracy¹⁷⁶.

Wartość dla właścicieli jest najlepszym miernikiem efektów działania przedsiębiorstwa także dlatego, że jej oszacowanie wymaga pełnego zestawu informacji o przedsiębiorstwie i jego otoczeniu. Samo budowanie wartości przedsiębiorstwa jest procesem długotrwałym, a zatem wymaga śledzenia działalności firmy w długim okresie¹⁷⁷.

Pomnażanie bogactwa właścicieli wcale nie jest postulatem jednostronnym, uwzględniającym interes tylko jednej grupy. Właściciele ponoszą największe ryzyko, a ich roszczenia respektowane są w ostatniej kolejności¹⁷⁸. Wynika z tego prawo właściciela do nadwyżki wypracowanej przez przedsiębiorstwo, jak również to, iż

¹⁷⁵ Por. Sz. Cyfert, op. cit., s. 29.

Należy odnotować, że stwierdzenie, iż spółka giełdowa jest własnością akcjonariuszy, spotyka się ze sprzeciwem ze strony niektórych prawników. Akcjonariusze nie mogą bowiem dowolnie rozporządzać ani majątkiem spółki, ani jej zyskami, a jedyny wpływ, jaki mogą mieć na spółkę jest pośredni, poprzez zarząd. W ujęciu prawnym akcjonariusze są jedynie właścicielami akcji spółki. Stwierdza się natomiast, że w przypadku przedsiębiorstwa zarządzanego przez jednego właściciela można mówić o tym, iż jest on właścicielem tego przedsiębiorstwa. Z tej perspektywy argument ten w szczególności odnosi się do uznania prymatu właścicieli w przedsiębiorstwach przez nich zarządzanych. Por. L.A. Stout, op. cit., s. 1191.

¹⁷⁶ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 7-19.

¹⁷⁷ Por. tamże, s. 21; S.D. Young, S.F. O'Byrne, EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, 2001, s. 17.

¹⁷⁸ Właściciele w kolejce wypłat respektowani są w ostatniej kolejności, tj. po zaspokojeniu żądań pracowników, dostawców, wierzycieli oraz innych podmiotów zgłaszających roszczenia, a ich bogactwo powiększa to, co zostanie. Wskazuje na to np. kolejność zaspokajania potrzeb poszczególnych interesariuszy ujęta w rachunku zysków i strat. Ewentualne dywidendy wypłacone mogą być z zysku netto po uprzednim zaspokojeniu roszczeń innych interesariuszy. Również w przypadku upadłości przedsiębiorstwa właściciele uwzględniani są na samym końcu po uprzednim uwzględnieniu roszczeń wierzycieli upadłego. Por. Ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze, z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003 nr 60 poz. 535, z późn. zm., art. 342-360.

aby osiągnąć tę nadwyżkę, musi zaspokoić potrzeby innych interesariuszy. Chęć długofalowego pomnażania bogactwa właścicieli wymusza na zarządzających przedsiębiorstwem nie tylko konieczność uwzględnienia interesów innych stakeholders¹⁷⁹, ale również sprawiedliwego ich traktowania¹⁸⁰. Poza tym właściciele mogą skutecznie neutralizować konflikty między poszczególnymi interesariuszami¹⁸¹.

W przypadku uznania za cel przedsiębiorstwa zaspokojenia interesów wszystkich zainteresowanych stron poważnym ograniczeniem jest niemożność pełnego zdefiniowania wszystkich grup interesów, a co za tym idzie – niemożność określenia pełnego zbioru celów¹⁸². Szeroka definicja interesariuszy określa tym terminem wszystkie grupy czy jednostki, które mają wpływ na osiągnięcie celów organizacji lub są pod wpływem jej oddziaływania¹⁸³. W konsekwencji lista interesariuszy jest listą otwartą, a zarządzanie z ich perspektywy jest nie mającym końca zadaniem równoważenia i integrowania wielorakich relacji i celów¹⁸⁴.

Z powyższym wiąże się problem hierarchii grup interesariuszy, ich interesy są bowiem rozbieżne i często sprzeczne. W najprostszym ujęciu przekładałoby się to na wiele celów funkcjonowania przedsiębiorstwa, co jest równoznaczne z nieposiadaniem celu w ogóle¹⁸⁵. W konsekwencji braku jednolitego kryterium

¹⁷⁹ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 25-26; W. Skoczylas, Wartość..., wyd. cyt., s. 27.

¹⁸⁰ Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 25; A. Ehrbar, op. cit., s. 14.

Argumentacja, że właściciel dbając o wartość przedsiębiorstwa, czyli o własne bogactwo nie będzie wykorzystywał innych interesariuszy w przedsiębiorstwie znajduje swoje odzwierciedlenie w stwierdzeniach przedstawicieli szkoły praw własności. Jeden z nich – Y. Barzel – w jednej ze swoich prac jako główną hipotezę przyjmuje, że aby zredukować ryzyko uchylania się od pracy osoba, której wkład do wspólnego wysiłku jest najtrudniej mierzalny, a monitorowanie jej działań jest najdroższe, przyjmuje rolę przedsiębiorcy, zatrudniającego i nadzorującego inne osoby. Fakt, że jego roszczenia uwzględniane są na końcu i ponosi on większość ryzyka w zakresie zmiennego wyniku działalności przedsiębiorstwa, powoduje, iż jego bodźce do zyskania kosztem innych interesariuszy zostają ograniczone. Por. Y. Barzel, op. cit., s. 103.

¹⁸¹ Por. R.G. Rajan, L. Zingales, Power in a Theory of the Firm, pierwsza wersja pt. Implicit Property Rights in a Theory of the Firm, University of Chicago & NBER 2001, forthcoming in the Quarterly Journal of Economics, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006), s. 36.

¹⁸² Por. Sz. Cyfert, op. cit., s. 28.

¹⁸³ Por. R.E. Freeman, J. McVea, A Stakeholder Approach to Strategic Management, Darden Graduate School of Business Administration, Working Paper No. 01-02, 2001, forthcoming in: M. Hitt, E. Freeman, J. Harrison (red.), Handbook of Strategic Management, Oxford, Blackwell Publishing, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 29.01.2008), s. 4.

¹⁸⁴ Por. tamże, s. 12.

¹⁸⁵ Logicznie niemożliwe jest maksymalizowanie kilku sprzecznych celów w tym samym czasie. Por. M.C. Jensen, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, Fall 2001, s. 10. Konieczność posiadania jednego celu potwierdzają wyniki badań empirycznych zawarte w pracy: K. Cools, M. van Praag, The Value Relevance of Disclosing a Single Corporate

decydent równoważący cele wszystkich stron zainteresowanych musiałby za każdym razem wybierać, która z grup interesariuszy jest ważniejsza¹⁸⁶. Oznaczałoby to funkcjonowanie firmy ze zmiennym celem lub też w przeciwnym razie paraliż decyzyjny i niefunkcjonowanie w ogóle. Wydaje się, że jest to najpoważniejszy brak koncepcji interesariuszy. Ilustruje to poniższa tabela.

Tabela 1.7

Cel działalności przedsiębiorstwa w wymiarze teoretycznym i praktycznym

Wyszczególnienie	Teoria właścicielska (ang. shareholder theory)	Teoria interesariuszy (ang. stakeholder theory)
Wskazanie teoretyczne (co należy robić?)	zwiększać wartość dla właścicieli	równoważyć interesy różnych interesariuszy
Funkcja celu	jedna funkcja celu	wiele funkcji celu
Walor aplikacyjny (jak to zrobić?)	zawsze wybieraj to rozwiązanie, które najbardziej przyczynia się do zwiększenia wartości w długim okresie (wydaj złotówkę poprawiającą usytuowanie określonej grupy interesariuszy tylko wtedy, gdy korzyść, jaką ona przyniesie, wynosi co najmniej tyle samo)	?
Możliwa miara wyników	całkowita rynkowa wartość przedsiębiorstwa	?

Źródło: opracowanie własne na podstawie M.C. Jensen, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, Fall 2001, s. 10.

Jak widać w tabeli, teoria interesariuszy ma poważne braki w wymiarze aplikacyjnym, ponieważ nie daje żadnych zaleceń co do dokonywania wyborów i rozwiązywania konfliktów interesów pomiędzy konkurencyjnymi i często sprzecznymi postulatami różnych grup interesu. Natomiast teoria właścicielska posiada jeden jasny cel, który może być stosowany w codziennej działalności operacyjnej¹⁸⁷. Między innymi z tego powodu koncepcja wszystkich zainteresowanych stron natrafia na trudności aplikacyjne i w efekcie nie sprawdza się w praktyce¹⁸⁸.

Ponadto skupienie na równoważeniu celów różnych interesariuszy ułatwia zarządzającym uzasadnienie błędnych decyzji, nieefektywnych z ekonomicznego

Target: An Explorative Empirical Analysis, Tinbergen Institute Discussion Paper 2003-049/3, May 2003.

¹⁸⁶ Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 24-25.

Jak twierdzi P. Drucker, w Japonii, Niemczech i Skandynawii przyjęcie za cel firmy stworzenia i utrzymania społecznej harmonii, faktycznie oznacza, że przedsiębiorstwo prowadzone jest w interesie pracowników fizycznych. Por. P.F. Drucker, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 60.

¹⁸⁷ Por. A. Cwynar, W. Cwynar, Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 14.

¹⁸⁸ Por. W. Skoczylas, Wartość..., wyd. cyt., s. 33.

punktu widzenia, takich jak niepotrzebne dywersyfikacje, przeinwestowanie w schyłkową działalność, które pozornie przynoszą zaspokojenie potrzeb określonych grup interesu związanych z przedsiębiorstwem, a w długim okresie mogą zachwiać nawet zdolnością przedsiębiorstwa do przetrwania. Wiąże się z tym wbudowane w tę koncepcję przyjęcie założenia o pozytywnym zainteresowaniu poszczególnych grup nacisku powodzeniem przedsiębiorstwa, co przy szerokiej definicji interesariuszy ciężko uznać za zgodne z rzeczywistością¹⁸⁹. Jak argumentuje M. Jensen, teoria stakeholders uniemożliwia podejmowanie celowych decyzji, ponieważ nie mówi w jaki sposób równoważyć sprzeczne interesy różnych interesariuszy. To w pewnym sensie zdejmuje odpowiedzialność z menedżerów za podejmowane przez nich decyzje, co, jak się wydaje, czyni jasnymi powody atrakcyjności tej teorii z punktu widzenia menedżerów i dyrektorów¹⁹⁰.

Poza tym w warunkach globalizacji przedsiębiorstwo osiągające stopę zwrotu niższą od kosztu kapitału, czyli de facto konsumujące kapitał, spowoduje jego odpływ bądź to ku innym spółkom, bądź to na rzecz większej bieżącej konsumpcji właścicieli kapitału i tym samym utraci swoją pozycję na rynku¹⁹¹.

Niektórzy autorzy podają jeszcze inny argument na korzyść zwiększania wartości dla właścicieli jako celu działania przedsiębiorstwa. Nawiązuje on do faktu, iż indywidualni inwestorzy posiadają bezpośrednio lub pośrednio znaczną część akcji przedsiębiorstw¹⁹². W takim ujęciu cel działalności przedsiębiorstwa w postaci zwiększania bogactwa właścicieli przyczyniałby się do wzrostu zamożności społeczeństwa w ogóle¹⁹³. M. Jensen dowodzi, że zwiększanie wartości prowadzi w większości przypadków (poza występowaniem efektów zewnętrznych i monopolii) do maksymalizacji dobrobytu społeczeństwa¹⁹⁴.

¹⁸⁹ Por. Sz. Cyfert, op. cit., s. 28.

¹⁹⁰ Por. M.C. Jensen, Value..., wyd. cyt., s. 14.

¹⁹¹ Por. W. Skoczylas, Wartość..., wyd. cyt., s. 28; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 26.

¹⁹² Znaczna część amerykańskich gospodarstw domowych posiada akcje spółek lub jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, a według niektórych szacunków osoby fizyczne i fundusze emerytalne są właścicielami ponad 75% akcji firm z listy Fortune 500. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 12.

¹⁹³ Charakterystyka ta odpowiada rozwiniętemu rynkowi kapitałowemu Stanów Zjednoczonych. W Polsce dane giełdowe nie są aż tak oczywiste, ale i tak pozwalają stwierdzić, że zwiększanie wartości przedsiębiorstw notowanych na giełdzie pozytywnie wpływałoby na zasobność portfela dużej części polskiego społeczeństwa. W 2009 roku liczba rachunków maklerskich wyniosła 1 099,0 tys., z czego 254,5 tys. było aktywnych (w 2008 roku odpowiednio 879,7 tys. i 166,0 tys., a w 2007 roku – 996,6 tys. i 238,8 tys.). Za pośrednictwem otwartych funduszy emerytalnych na GPW w Warszawie inwestowało w 2009 roku 14,4 mln Polaków (13,5 mln w 2008 roku, 13,1 mln w 2007 roku), a poprzez towarzystwa funduszy inwestycyjnych 2,5 mln (3,3 mln w 2008 roku i 3,5 mln w 2007 roku). Por. Inwestorzy w obrotach giełdowych w 2009 roku - podsumowanie, http://gpw.pl/zrodla/gpw/prezentacje/Inwestorzy_gieldowi_2009.ppt (dostęp 13.03.2010).

¹⁹⁴ Por. M.C. Jensen, Value..., wyd. cyt., s. 12.

Podsumowując przytoczoną powyżej argumentację, należy zauważyć, że współcześnie obserwuje się konwergencję modelu anglosaskiego i niemiecko-japońskiego. Wśród przyczyn nabierania przez model niemiecko-japoński cech modelu anglosaskiego można wymienić¹⁹⁵:

- wysoką konkurencyjność gospodarki amerykańskiej¹⁹⁶,
- globalizację prowadzonej działalności biznesowej¹⁹⁷,
- globalizację rynku kapitałowego i międzynarodowe przepływy kapitału¹⁹⁸,
- przekształcenia systemów ubezpieczeń społecznych i wiążący się z tym rozwój inwestorów instytucjonalnych¹⁹⁹.

Patrząc na przekształcanie się modelu anglosaskiego i niemiecko-japońskiego, nie sposób nie zwrócić uwagi także na wpływ, jaki drugi z modeli wywarł na ten pierwszy. Dyskusja nad modelami gospodarki rynkowej i związanymi z nimi celami funkcjonowania przedsiębiorstwa podkreśliła w koncepcji wartości dla właścicieli perspektywę długoterminową. Początkowo bowiem perspektywa inwestorska kojarzona była osiągnięciem krótkoterminowych przyrostów wartości i generowaniu dzięki temu wysokich stóp zwrotu²⁰⁰. Dyskusja nad celem przedsiębiorstwa, w szczególności wskazanie na perspektywę innych interesariuszy zwróciło uwagę na spojrzenie długoterminowe i doprowadziło do stwierdzenia, iż w długim okresie aby zwiększać wartość dla właścicieli, należy uwzględniać interesy innych interesariuszy²⁰¹.

¹⁹⁵ Por. M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. XVIII; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 207-209.

¹⁹⁶ Przedsiębiorstwa amerykańskie jako pierwsze zaadaptowały metody zarządzania przez wartość, w efekcie stały się bardziej wydajne i innowacyjne, co stało się wyzwaniem dla ich zachodnioeuropejskich i azjatyckich konkurentów.

¹⁹⁷ Przy zmniejszających się barierach w handlu i inwestycjach międzynarodowych przedsiębiorstwa konkurują nie tylko na rynkach lokalnych, ale z podmiotami z całego świata, a wiele firm lokalnych stało się częścią międzynarodowych grup kapitałowych.

¹⁹⁸ Przedsiębiorstwa europejskie i azjatyckie pozyskują kapitał od inwestorów z całego świata, często na rynku amerykańskim, coraz więcej inwestorów lokuje kapitał poza granicami swojego kraju, oczekując wysokiej stopy zwrotu.

¹⁹⁹ Państwa europejskie zmuszone są do zmniejszenia swojego zaangażowania w zapewnienie finansowania systemu ubezpieczeń społecznych, przesuwając to zadanie na mechanizm opierający się na długoterminowych inwestycjach kapitałowych. Wykształcone dzięki temu fundusze inwestycyjne (w tym emerytalne) zwiększają swoje inwestycje, oczekując wysokiej stopy zwrotu. Będą zatem wywierać coraz większy nacisk na tworzenie wartości przez przedsiębiorstwa.

²⁰⁰ Por. P.F. Drucker, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 60.

²⁰¹ Jest to podstawowa zasada tzw. oświeconej maksymalizacji wartości (ang. enlightened value maximization). Terminu tego użył M. Jensen. Odpowiada on w zasadzie temu, co J. Wallace określa jako multiple-stakeholder value-based management. Por. M.C. Jensen, *Value...*, wyd. cyt., s. 16; J.S. Wallace, *Value-Based Management and Stakeholder Theory: Substitutes or Complements?*, www.uci.edu, za: A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie...*, wyd. cyt., s. 15.

1.3.4. Zwiększanie wartości dla właścicieli jako główny cel działalności przedsiębiorstwa

Przytoczona powyżej argumentacja powoduje, że przeważa pogląd, iż właściwym sensem istnienia przedsiębiorstwa jest zwiększanie bogactwa jego właścicieli. Cel taki jest zgodny z logiką inwestycyjną. Skoro istotą inwestowania jest zaangażowanie posiadanej obecnie sumy pieniędzy przy oczekiwaniu uzyskania większej sumy w przyszłości, to racjonalny inwestor oczekuje zwrotu z kapitału zainwestowanego w jakiegokolwiek przedsięwzięcie stosownie do ponoszonego przez siebie ryzyka. Godzi się na poniesienie ryzyka w nadziei na powiększenie kapitału, którego jest właścicielem. Jeśli więc potraktujemy każde przedsiębiorstwo jako pewnego rodzaju przedsięwzięcie inwestycyjne, to miarą sukcesu będzie stopień, w jakim kapitał właściciela został pomnożony.

Nie wystarczy przy tym, aby kapitał został pomnożony w niewielkim stopniu. Aby można było mówić o tworzeniu wartości, osiągnięta stopa zwrotu z kapitału powinna przewyższać minimalną wymaganą stopę zwrotu, czyli koszt kapitału. Jest to podstawowa zasada finansów przedsiębiorstwa²⁰².

Ilustruje to poniższa tabela.

Tabela 1.8

Stopa zwrotu i koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa

Warunek	Efekt – zmiana wartości przedsiębiorstwa
Osiągnięta stopa zwrotu < koszt kapitału	Niszczenie wartości
Osiągnięta stopa zwrotu = koszt kapitału	Zachowanie wartości na niezmienionym poziomie
Osiągnięta stopa zwrotu > koszt kapitału	Tworzenie wartości

Źródło: opracowanie własne.

Należy odpowiedzieć na pytanie, czy właściwym jest ujmowanie imperatywu, jaki przyświecać powinien przedsiębiorstwu w odniesieniu do jego wartości jako maksymalizacji. Wskazówki płynące z teorii przedsiębiorstwa nakazywałyby odejście od posługiwania się pojęciem maksymalizacji.

Tradycyjna teoria przedsiębiorstwa zakłada, że człowiek (*homo oeconomicus*) działa zawsze racjonalnie, maksymalizuje użyteczność, poszukuje najlepszych (optymalnych) wariantów działania. Jednak na bazie licznych badań stwierdzono, że powyższe założenie o stosowaniu przez przedsiębiorstwa zasady optymalizacji, tj. szukania zawsze jednego, najlepszego rozwiązania, nie jest spełnione w praktyce. Doprowadziło to do sformułowania zasady racjonalności ograniczonej, która głosi, że decydenci nie szukają w działalności gospodarczej wyboru optymalnego, tylko poprzestają na wyborze zadawalającym

²⁰² Por. np. A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, ONEPRESS, Gliwice 2007, s. 39.

(satysfakcjonującym)²⁰³.

Zachowania ludzkie odbiegają od obiektywnej racjonalności:

- racjonalność wymaga pełnej wiedzy i możliwości przewidzenia konsekwencji wszystkich rozpatrywanych możliwości – w rzeczywistości znajomość następstw możliwych wyborów jest niepełna;

- przypisywanie wartości przyszłym konsekwencjom możliwych wyborów odbywa się nie tylko na bazie niewystarczającego doświadczenia, ale także wyobraźni, dlatego też wartości te są jedynie przybliżone;

- racjonalność wymaga dokonywania wyboru spośród wszystkich możliwych alternatyw – w rzeczywistości bierze się pod uwagę tylko niektóre możliwości²⁰⁴.

Powodów ograniczonej racjonalności w podejmowaniu decyzji należy szukać w niedostatecznej informacji o istocie problemu i możliwych rozwiązaniach, braku czasu lub pieniędzy na zebranie pełniejszych informacji, niemożności zapamiętania wszystkich informacji, ograniczeniach inteligencji decydenta²⁰⁵, jak również jego indywidualnych potrzebach, motywach i dążeniach²⁰⁶. Racjonalność ograniczają także nieuświadomione nawyki, przyzwyczajenia i odruchy jednostki, jak również wartości i zadania jednostki odbiegające od celów organizacji²⁰⁷. Dlatego osoba podejmująca decyzje zamiast szukać rozwiązań optymalnych poprzestaje na takim, które zaspokaja potrzeby w wystarczającym stopniu²⁰⁸.

W konsekwencji struktura ludzkich wyborów częściej zbliża się do modelu „bodziec-reakcja” niż do racjonalnego wyboru pomiędzy różnymi alternatywami, a racjonalność człowieka mieści się w granicach wyznaczonych przez psychologiczne otoczenie²⁰⁹, a także szerzej – przez otoczenie organizacyjne. Co także ważne otoczenie organizacyjne nie jest sztywne, tylko podlega zmianom²¹⁰. Model ograniczonej racjonalności przedstawić można jako wybór rozwiązania, które spełnia dany, uświadomiony poziom aspiracji. Dodatkowe komplikacje powoduje fakt, że poziomy aspiracji zmieniają się w zależności od okoliczności i zmieniających się doświadczeń, np. jeśli otoczenie dostarcza wielu dobrych rozwiązań, aspiracje rosną,

²⁰³ Por. J.G. March, H.A. Simon, op. cit., s. 228; M. Augier, E. Feigenbaum, op. cit., s. 196.

²⁰⁴ Por. H.A. Simon, Działanie..., wyd. cyt., s. 181 i dalsze.

²⁰⁵ Por. J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. Gilbert, jr., Kierowanie, PWE, Warszawa 1999, s. 253.

²⁰⁶ Por. J.G. March, H.A. Simon, op. cit., s. 221.

²⁰⁷ Por. H.A. Simon, Działanie..., wyd. cyt., s. 400.

²⁰⁸ H.A. Simon ukuł angielski termin „satisfice” oznaczający osiągnięcie rozwiązania wystarczająco dobrego dla decydenta. Powstał z połączenia dwóch angielskich słów satisfy (satysfakcjonować) oraz suffice (zadowalać, wystarczać).

²⁰⁹ Por. tamże, s. 221.

²¹⁰ Por. tamże, s. 400.

jeśli alternatywy są gorsze, aspiracje spadają²¹¹.

Bazując zatem na wnioskach płynących z teorii przedsiębiorstwa²¹², stwierdzić należy, że działające w organizacji jednostki nie stosują w praktyce zasady optymalizacji, nie mogą zatem maksymalizować. Maksymalizacja możliwa byłaby jedynie w warunkach pełnej racjonalności. Warunki te w rzeczywistości nie są spełnione, dlatego też nie można mówić o maksymalizacji, także w przypadku działań ukierunkowanych na zwiększanie wartości. W warunkach ograniczonej racjonalności decydenci w przedsiębiorstwie, niezależnie od tego czy są to wynajęci menedżerowie, czy zarządzający właściciele, nie maksymalizują wartości, tylko raczej dążąc do jej zwiększenia, szukają rozwiązania satysfakcjonującego i ostatecznie zadowolają się takim, które zwiększa wartość w wystarczającym stopniu.

Z wymienionych powyżej powodów funkcję celu w koncepcji zarządzania przez wartość lepiej byłoby nazywać **nie maksymalizacją, tylko zwiększaniem wartości dla właścicieli**²¹³. Podobną uwagę zgłasza M. Jensen, wyprowadzając ją z ogólnych rozważań nad nieefektywnością mnogości celów i niepewnością menedżerów co do dokładnej postaci funkcji celu przedsiębiorstwa. Proponuje on funkcję celu przedsiębiorstwa nazywać nie maksymalizacją, tylko poszukiwaniem wartości (ang. value seeking)²¹⁴.

Wskazana powyżej nieścisłość wynika z rozumienia maksymalizacji nie jako optymalizacji w sensie matematycznym, tylko w sensie potocznym – właśnie jako zwiększania (na zasadzie – im więcej, tym lepiej)²¹⁵.

Zwiększanie wartości dla właścicieli jako cel jego działalności ma tę zaletę, że jego osiągnięcie oznaczałoby realizację także innych celów stawianych przedsiębiorstwu na gruncie różnych podejść do przedsiębiorstwa, z tym że w sposób logiczny i uporządkowany. Zwiększanie wartości dla właścicieli może więc być postrzegane jako pewnego rodzaju kompromis pomiędzy różnie definiowanymi celami, godzący ze sobą nawet sprzeczne cele i dający w długim okresie najlepsze wyniki.

²¹¹ Por. H.A. Simon, Rational Decision Making in Business Organizations, The American Economic Review, vol. 69 No. 4, September 1979, s. 493-513, s. 503.

²¹² Do koncepcji ograniczonej racjonalności H.A. Simona nawiązuje także behawioralna teoria przedsiębiorstwa R.H. Cyerta i J.G. Marcha. Również teoria mikro-mikro H. Leibensteina założenie o pełnej racjonalności podmiotów życia ekonomicznego zastępuje racjonalnością selektywną (pojęciem zbliżonym od ograniczonej racjonalności). Mówi ona, że jednostki rezygnują często z niektórych korzyści możliwych przy skrajnie wysokim poziomie racjonalności ze względu na koszty procesu decyzyjnego. Por. R.M. Cyert, J.G. March, op. cit., H. Leibenstein, Poza schematem..., wyd. cyt., s. 121-122.

²¹³ Z analogicznych względów cel przedsiębiorstwa w teoriach menedżerskich powinien być nazywany nie maksymalizacją sprzedaży, wzrostu czy użyteczności (wydatków dyskrejonalnych) tylko ich zwiększaniem.

²¹⁴ Por. M.C. Jensen, Value..., wyd. cyt., s. 11.

²¹⁵ Por. T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 168.

Zysk stawiany za cel w tradycyjnej teorii firmy, mimo krytyki takiego podejścia, nie traci zupełnie na znaczeniu w perspektywie tworzenia wartości. W przedsiębiorstwie ukierunkowanym na wartość zysk jest jednym z istotnych czynników ją kształtujących (nośników wartości), wpływa także na proces przekazywania wartości właścicielom, determinując wysokość potencjalnej dywidendy. Wkomponowanie postulatu jak najwyższej rentowności w koncepcję zarządzania przez wartość oznacza zatem nie jej maksymalną wysokość za wszelką cenę, tylko powiązanie jej z ryzykiem, a w konsekwencji takie zwiększanie zysku, które jednocześnie przyczynia się do wzrostu wartości w długim okresie.

Odnosząc się do celu przedsiębiorstwa w teoriach biologicznych, którym jest przetrwanie, a w długim okresie – rozwój, stwierdzić należy, że perspektywa właścicielska, nakazująca tworzenie wartości doskonale wpisuje się w ten schemat ideowy i jest w pełni z nim zgodna. Idzie jednak dalej, pokazując co należy robić, aby przedsiębiorstwo przetrwało i zapewniło sobie rozwój. Zwiększanie wartości dla właścicieli stwarza możliwość rozwoju przedsiębiorstwa i obejmuje zdolność utrzymania pozycji strategicznej, pozycji finansowej i związków z właścicielami kapitału²¹⁶. To ostatnie jest szczególnie ważne, bowiem w warunkach globalizacji i gwałtownego rozwoju rynków kapitałowych przedsiębiorstwa nie zwiększające wartości skazane są na odpływ kapitału niezbędnego do finansowania działalności, a w dłuższej perspektywie – na zakończenie swojego istnienia.

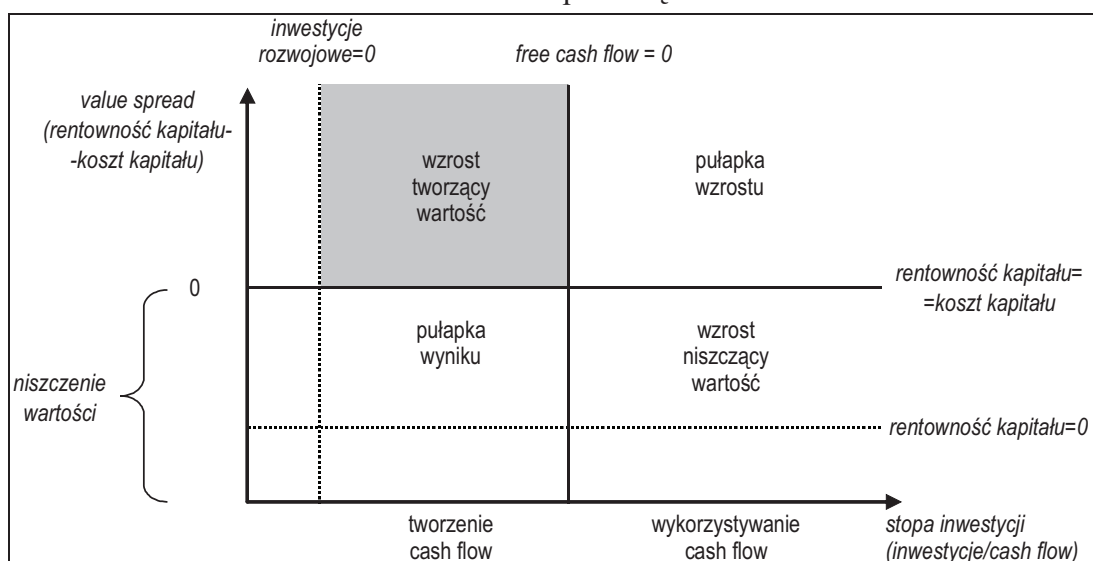
W menedżerskich teoriach przedsiębiorstwa (W.J. Baumola czy R. Marris) celem działalności menedżerów, a zatem także kierowanego przez nich przedsiębiorstwa, jest wzrost. Są to teorie wynikające z obserwacji korporacji zarządzanych przez menedżerów i faktycznych przesłanek podejmowanych przez nich decyzji. Perspektywa właścicielska nakazuje postawić te kwestie wyraźniej. O ile wzrost może być pożądanym zjawiskiem w działalności firmy (wzrost sprzedaży jak w modelu W.J. Baumola czy wzrost aktywów, jak w modelu R. Marris), to nie może to być wzrost za wszelką cenę, tylko wzrost kreujący wartość²¹⁷. Propozycję uwzględnienia wzrostu w analizie przedsiębiorstwa nastawionego na wartość przedstawiono na rysunku 1.5.

Niektóre teorie przedsiębiorstwa (m.in. teorie menedżerskie i teoria agencji) podkreślają znaczenie konfliktu interesu między menedżerami i właścicielami przedsiębiorstwa, który ostatecznie powoduje zniekształcenia realizowanych przez firmę celów. W zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa kładzie się duży nacisk na osłabienie, a nawet eliminację tego konfliktu. Osiąga się to dzięki odpowiedniej konstrukcji systemów motywacyjnych, wiążących interes kierownictwa z interesem właścicieli oraz oparciu zarządzania na odpowiednich miernikach.

²¹⁶ Por. W. Skoczylas, *Ogólne...*, wyd. cyt., s. 16.

²¹⁷ Por. tamże, s. 16.

Wzrost a wartość przedsiębiorstwa



Źródło: Value-Based Management. Definition, Konzeption und Implementierung, VCC-Value Competence Consulting, <http://www.exchangeba.com/download/value-based-management.pdf> (dostęp 06.02.2008), s. 13.

Traktowanie przedsiębiorstwa jako wiązki kontraktów (m.in. teoria kontraktualna, nowa ekonomia instytucjonalna) oraz postrzeganie funkcji celu przedsiębiorstwa jako „wiązki celów” (m.in. teoria behawioralna) wskazuje na istnienie w firmie wielu grup ludzkich, charakteryzujących się różnymi, a czasami sprzecznymi interesami. Jak argumentowano już wcześniej nastawienie na zwiększanie wartości w długim okresie jest zgodne z postulatem równoważenia interesów wszystkich stron zainteresowanych. Przyznanie prymatu perspektywie właścicielskiej jest antidotum na sprzeczności, jakie mogą się pojawić w wiązce celów przedsiębiorstwa, zapewniając jednocześnie w długim okresie realizowanie różnych celów na zadowalającym poziomie.

W literaturze przedmiotu spotkać można stwierdzenia dotyczące **odmienności celów przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli** od celów przedsiębiorstw pozostałych, w szczególności dużych i cechujących się rozdziałem własności od zarządzania. O ile powszechnie przyznaje się, że celem działalności przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej (w domyśle – dużych, giełdowych) jest zwiększanie wartości dla właścicieli, o tyle co do celu przedsiębiorstw małych, zarządzanych przez właścicieli czy rodzinnych, takiej zgodności nie ma.

Stwierdza się na przykład, że „w małych i średnich przedsiębiorstwach dominującym celem jest osiągnięcie samodzielności i niezależności wobec banków kredytowych, wielkich kooperantów, zagranicy”²¹⁸.

Jako cele przedsiębiorstwa rodzinnego wymienia się przede wszystkim

²¹⁸ J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 24.

rozwój i wzrost zysków oraz zapewnienie bezpieczeństwa finansowego członkom rodziny. Cele strategiczne związane są z zyskami, rentownością i udziałem w rynku, natomiast warunkiem koniecznym, a zarazem ograniczeniem jest pozostawanie przedsiębiorstwa pod kontrolą rodziny²¹⁹.

S. Sudoł zauważa, że „firmy niewielkie i zarządzane przez właściciela skłonne są raczej do bieżącego maksymalizowania zysku”²²⁰, co powoduje iż „przedsiębiorstwa takie wykazują silne dążenie do osiągnięcia wysokiej efektywności ekonomicznej”²²¹. Przyznaje także, iż „ważnym celem właściciela zarządzającego swym przedsiębiorstwem, a tym samym przedsiębiorstwa, mogą być satysfakcja i poczucie samorealizacji”²²².

Właściciel znanej rodzinnej firmy cukierniczej przyznaje, że celem jego przedsiębiorstwa jest przetrwanie w długim okresie i zachowanie renomy. Zysk określa jako „konieczność”, wynagrodzenie kapitału, ale „zysk nie jest celem – celem jest trwanie”²²³.

Zwraca się także uwagę, że właściciel może ustalić dowolny cel dla zarządzanego przez siebie przedsiębiorstwa. W praktyce tego typu podmioty zwiększają korzyści dla właściciela, jednocześnie starając się możliwie jak najbardziej obniżyć konieczny do odprowadzenia podatek dochodowy²²⁴.

Autor rozprawy stoi na stanowisku, że wszystkie wymienione powyżej cele z powodzeniem mogą i powinny zostać zastąpione przez **zwiększanie wartości dla właścicieli**. Jest to bowiem uniwersalny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej, który z powodzeniem może być stosowany w tego typu firmach²²⁵. Co więcej kierowanie się tak sformułowanym celem oznacza w praktyce efektywne realizowanie także celów wymienionych powyżej.

Należałoby w tym miejscu wprowadzić pewne rozróżnienie. Otóż osiągnięcie samodzielności i niezależności, chęć zapewnienia bezpieczeństwa finansowego członkom rodziny czy satysfakcję i poczucie samorealizacji traktować należy jako pewne przesłanki leżące u podstaw decyzji o założeniu biznesu, jak również

²¹⁹ Por. Ł. Sułkowski, *Organizacja...*, wyd. cyt., s. 135; P. Szymański, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Petros, Łódź 2007, s. 14, <http://zbc.uz.zgora.pl/Content/8527/index0.htm> (dostęp 24.01.2008).

²²⁰ S. Sudoł, op. cit., s. 82.

²²¹ Tamże, s. 78.

²²² Tamże, s. 83.

²²³ Są to stwierdzenia A. Blikle. Por. A. Szablewski, *Maksymalizacja...*, wyd. cyt., s. 43.

²²⁴ Por. P. Szymański, op. cit., s. 14.

²²⁵ J.A. Knight twierdzi nawet, że przedsiębiorstwa, w których założyciel (właściciel) był głównym menedżerem podejmowały decyzje ukierunkowane na wzrost wartości od wieków. Por. J.A. Knight, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York 1998, s. 101.

motywujące do tego, aby w tym biznesie nadal pozostawać. Nie mogą one jednak być funkcją celu przedsiębiorstwa. Powinno nią być zwiększanie wartości dla właścicieli. Tak sformułowany cel pozwala ukierunkować działania w przedsiębiorstwie, racjonalnie podejmować decyzje, dokonać wyboru pomiędzy dwoma alternatywnymi rozwiązaniami problemu. Takiego waloru nie posiada ani nakierowanie na przetrwanie, rozwój (bo co to konkretnie znaczy dla przedsiębiorstwa rozwijać się?) czy zachowanie renomy (bo jak wybrać spośród dwóch rozwiązań zachowujących renomę firmy?). Budowanie renomy, podobnie jak zachowanie kontroli nad przedsiębiorstwem w rękach rodziny to raczej warunek ograniczający niż funkcja celu. Poza tym zwiększanie wartości dla właścicieli w długim okresie jest jednoznaczne z budowaniem renomy firmy. Wadom zysku jako celu przedsiębiorstwa poświęcono osobne miejsce w niniejszej rozprawie. Ponadto stwierdzenie, że zysk jest wynagrodzeniem kapitału zbliża takie jego rozumienie do koncepcji zarządzania przez wartość. Natomiast obniżanie podatku dochodowego stanowi cel szczegółowy, który może być doskonale wkomponowany w proces kształtowania wartości dla właścicieli. Jak widać różne przytoczone powyżej cele przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli jak w soczewce zogniskowane są, choć w różny sposób, w wartości dla właścicieli, co uprawnia do stwierdzenia, że to zwiększanie wartości powinno być celem działania tego typu przedsiębiorstw.

1.4. Podsumowanie

Niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli mają duże znaczenie dla współczesnej gospodarki, co wynika z ich znacznego udziału w tworzeniu produktu krajowego brutto, jak również miejsc pracy. Istotnymi dla pełnego zrozumienia przedsiębiorstw stanowiących zakres podmiotowy rozprawy są wnioski płynące z teorii firmy w odniesieniu do analizowanych podmiotów. Dokonany przegląd teorii przedsiębiorstwa pokazuje raczej zaniedbanie przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli przez teorię niż usystematyzowany zbiór ustaleń teoretycznych na jego temat. Wątki związane z podmiotem rozprawy pojawiają się raczej na marginesie głównych rozważań w teorii przedsiębiorstwa, a nie w ich centrum. Niegiełdowe przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jako centralny punkt zainteresowania teorii firmy wymaga zatem dalszych pogłębionych badań.

Powyższa konkluzja w mniejszym zakresie odnosi się do wynikającego z teorii firmy celu działania tego typu podmiotów, bowiem jak dowiedziono w niniejszym rozdziale, właściwym celem funkcjonowania niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powinno być zwiększanie wartości dla właścicieli. Jak argumentowano, jest to najwłaściwsza spośród rozważanych współcześnie koncepcji celu przedsiębiorstwa. Ten uniwersalny cel funkcjonowania przedsiębiorstw z powodzeniem może i powinien być stosowany w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Ma przy tym tę zaletę, że kierowanie się nim oznacza w praktyce efektywne realizowanie innych celów tego

rodzaju przedsiębiorstw, deklarowanych przez jego właścicieli lub też zaobserwowanych przez badaczy.

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia za kluczowe należy uznać odniesienie problematyki wartości dla właścicieli i zarządzania przez wartość do specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Szczególnie istotna jest specyfika tych podmiotów odnosząca się do przepływów pieniężnych, jakie występują między przedsiębiorstwem a właścicielami. Tym zagadnieniom poświęcono drugi rozdział rozprawy.

Rozdział II

Wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa

2.1. Pojęcie, standardy oraz fazy tworzenia wartości dla właścicieli

2.1.1. Pojęcie i standardy wartości

Zarządzanie przez wartość jest różnie definiowane. Podkreśla się m.in., że zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, „będąc ogniwem łączącym strategię przedsiębiorstwa z uzyskiwanymi przez nie wynikami finansowymi, opiera się na odpowiednim skoordynowaniu procesów: planowania strategicznego i budżetowania, sprawozdawczości finansowej oraz odpowiedniego systemu motywacyjnego opartego na uzależnianiu wynagrodzenia kadry kierowniczej od wzrostu wartości rynkowej zarządzanego przez nich przedsiębiorstwa”¹.

W innym ujęciu zarządzanie przez wartość „jest podejściem do zarządzania, w którym ogólne aspiracje spółki, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są maksymalizacji wartości spółki poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość”².

Zarządzanie przedsiębiorstwem przez wartość z perspektywy interesów właścicielskich określa się także jako „swoistą odmianę zarządzania strategicznego, gdzie za nadrzędny cel strategiczny przyjmuje się maksymalizację wartości dla właścicieli”³.

W zbliżony sposób zarządzanie wartością definiuje się jako „współczesny system zarządzania zawierający narzędzia i procedury podejmowania strategicznych i operacyjnych decyzji, mających na celu długoterminowy wzrost wartości firmy i pomnażanie bogactwa jej właścicieli”⁴. Podkreślić należy, że działania podejmowane w ramach zarządzania przez wartość odnoszą się do wszystkich podsystemów przedsiębiorstwa⁵.

Jako najbardziej ogólną definicję zarządzania wartością przyjąć można stwierdzenie, iż jest to „koncepcja kierowania przedsiębiorstwem zakładająca skupienie działań i procesów zarządczych na maksymalizowaniu jego wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów. Zakłada ona sterowanie działalnością operacyjną i inwestycyjną przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia podstawowego celu istnienia – podnoszenia wartości”⁶.

¹ A. Jaki, Wycena przedsiębiorstwa, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 34.

² T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 87.

³ M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 23.

⁴ A. Szablewski, Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji, w: A. Szablewski (red.), Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków, Poltext, Warszawa 2000, s. 15.

⁵ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 86; A. Jaki, T. Rojek, op. cit., s. 114.

⁶ P. Szczepankowski, Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 20.

Elementem wspólnym przytoczonych powyżej definicji jest skoncentrowanie działań na jednym celu, przy czym podkreślić należy, że cel ten jest niewłaściwie sformułowany. Pomijając nawet wykazaną w rozdziale pierwszym niezręczność używania w omawianym tu kontekście terminu maksymalizacja⁷, wskazać należy, że definicje te w większości nakazują skoncentrowanie działań na wartości przedsiębiorstwa⁸, a jak wykazano w dalszej części rozdziału drugiego, nie jest to kryterium wystarczające. Tylko jedna z definicji odwołuje się prawidłowo do wartości dla właścicieli.

Poza tym niektóre z definicji sugerowałyby, że zarządzanie przez wartość jest koncepcją wywodzącą się z zarządzania strategicznego, a pamiętać należy, iż jest to koncepcja wywodząca się z teorii finansów. Oczywiście zarządzanie przez wartość doskonale wpasowuje się w zarządzanie strategiczne jako koncepcja spinająca całość działalności podmiotu z wartością dla właścicieli jako strategicznym celem, który może zostać skwantyfikowany, a możliwość pomiaru w procesie zarządzania jest kluczowa⁹. Dzięki temu zarządzanie przez wartość jest koncepcją pozwalającą połączyć strategię z działalnością operacyjną, w ramach której każde działanie może zostać skonfrontowane z celem podmiotu¹⁰.

Dlatego też autorska definicja określa zarządzanie przez wartość jako zarządzanie przedsiębiorstwem nakierowane na realizację celu, jakim jest zwiększanie wartości dla właścicieli. Jest to zatem proces długoterminowy, bowiem perspektywa długoterminowa jest nieodzownie związana ze zwiększaniem wartości dla właścicieli. Ponadto podkreślić należy, że proces ten obejmuje nie tylko budowanie wartości przedsiębiorstwa, lecz zawiera w sobie wszystkie fazy tworzenia wartości, z jej przekazaniem właścicielom włącznie.

W tabeli 2.1 przedstawiono główne elementy procesu zarządzania przez wartość według różnych autorów.

⁷ O maksymalizacji mówią trzy z pięciu przytoczonych definicji. Nieco lepszym sformułowaniem jest pojawiający się w dwóch definicjach wzrost, jednak sugerować on może, że czynności nakierowane na definiowany cel dzieją się same z siebie. Najlepszym terminem jest tutaj zwiększanie, ponieważ takie sformułowanie oddaje konieczność świadomego kształtowania pożądanych działań.

⁸ Trzy na wartości przedsiębiorstwa w ogólnym ujęciu, a jedna na wartości rynkowej.

⁹ Wpisuje się to w rozumowanie, zgodnie z którym zarządzać da się tym, co można zmierzyć. Opinia ta bywa często powtarzana szczególnie w krajach anglosaskich. Por. R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna karta wyników*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 38; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 84; M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 13.

¹⁰ Podobne zdanie na temat powiązania w ramach zarządzania przez wartość strategii z zarządzaniem operacyjnym wyrażają m.in. J.A. Knight, op. cit., s. 59; T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 25-33; P. Szczepankowski, op. cit., s. 23; W. Pluta, *Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWE, Warszawa 2009, s. 32.

Tabela 2.1

Elementy procesu zarządzania przez wartość

Autorzy	Wyodrębnione elementy zarządzania wartością
A. Rappaport, Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora, WIG – Press, Warszawa, 1999, s. 181	<ul style="list-style-type: none"> • planowanie strategiczne • przegląd struktury portfela i alokacji zasobów • ocena wyników • bodźcowy system wynagradzania • komunikacja z inwestorami
T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, WIG Press, Warszawa 1997, s. 101	<ul style="list-style-type: none"> • opracowanie strategii • wyznaczanie celów • plany działań i sporządzanie budżetu • systemy pomiaru wyników i systemy motywacyjne
A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 89	<ul style="list-style-type: none"> • ustanowienie strategii i celów przedsiębiorstwa w zakresie wartości • alokacja zasobów i planowanie • zarządzanie nastawione na wyniki przedsiębiorstwa • nagradzanie • komunikacja w zakresie wartości
R.A. Morin, S.L. Jarrell, Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth, McGraw-Hill, New York 2001, s. 46	<ul style="list-style-type: none"> • ustalanie celów • planowanie strategiczne • pomiar dokonań • alokacja kapitału • system wynagrodzeń
M. Michalski, Zarządzanie przez wartość, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 148	<ul style="list-style-type: none"> • plan maksymalizacji wartości • wyznaczanie celów i sposobów ich realizacji • kształtowanie systemu monitoringu • kształtowanie systemu motywacyjnego • komunikacja wewnętrzna i zewnętrzna • monitoring i reakcja na osiągnięte wyniki
J.D. Martin, J.W. Petty, Value-Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Harvard Business School Press, Boston 2000, s. 6	<ul style="list-style-type: none"> • identyfikacja potencjalnych możliwości • formułowanie strategii • działania operacyjne • ocena dokonań • wynagradzanie
S.D. Young, S.F. O'Byrne, EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, 2001, s. 18	<ul style="list-style-type: none"> • planowanie strategiczne • alokacja kapitału • budżety operacyjne • mierzenie wyników • system motywacyjny • wewnętrzna i zewnętrzna komunikacja
J.A. Knight, Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value, McGraw-Hill, New York 1998, s. 112	<ul style="list-style-type: none"> • planowanie • budżetowanie • sporządzanie raportów • wynagradzanie

Źródło: opracowanie własne na podstawie B. Nita, Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2007, s. 36 oraz wymienionych w tabeli źródeł.

Na podstawie powyższej tabeli stwierdzić można, że do najważniejszych elementów procesu zarządzania przez wartość zalicza się:

- planowanie – w ujęciu strategicznym oraz operacyjnym, obejmujące formułowanie strategii, wyznaczanie celów (strategicznym i częściowym), jak również budżetowanie, przy czym najważniejszym kryterium alokacji zasobów (kapitału) jest zwiększanie wartości dla właścicieli;

- pomiar i ocenę wyników działalności (monitorowanie) i ich raportowanie;
- motywowanie – w ramach którego podkreśla się rolę wynagradzania za zwiększanie wartości dla właścicieli;

- komunikowanie zamierzeń i wyników w zakresie tworzenia wartości zarówno członkom organizacji (w tym właścicielom i pracownikom), jak i otoczeniu.

Ponieważ zarządzanie przez wartość jest koncepcją wywodzącą się z finansów, usystematyzowane powyżej elementy procesu zarządzania przez wartość są ściśle powiązane z elementami systemu finansowego przedsiębiorstwa. System finansowy odgrywa szczególną rolę w realizowaniu trzech z czterech podstawowych funkcji zarządzania – w planowaniu, motywowaniu i kontroli – ponieważ realizacja tych funkcji ściśle łączy się z potrzebą kwantyfikacji wielkości występujących w przedsiębiorstwie. W realizowaniu czwartej funkcji zarządzania, czyli organizowania, system finansowy już w takim zakresie nie uczestniczy. Tłumaczy to dlaczego w tabeli 2.1 do funkcji organizowania nie odwołuje się żaden z prezentowanych przez różnych autorów elementów procesu zarządzania przez wartość¹¹.

Zdefiniowania wymaga pojęcie wartości przedsiębiorstwa, ponieważ jest ono centralnym zagadnieniem koncepcji zarządzania przez wartość. Trudność w tym względzie wynika po pierwsze z wieloznaczności samego pojęcia wartości, a po drugie z możliwości postrzegania wartości przedsiębiorstwa z różnych punktów widzenia.

Na wieloznaczność terminu „wartość” wskazuje analiza definicji słownikowych. Wieloznaczność ta wynika nie tylko ze stosowania tego pojęcia w bardzo wielu dyscyplinach naukowych, ale także z mnogości znaczeń tego terminu w ramach każdej z tych dyscyplin¹². Problem wartości jest także podstawową kwestią i znaczącą składową teorii ekonomii. Wielu autorów swoje rozważania poświęciło właśnie wartości (A. Smith, F. Quesnay, D. Ricardo, J.S. Mill, K. Marks, W.S. Jevons, L. Walras, F. Wieser, V. Pareto, J.M. Keynes, J. Schumpeter, J. Robinson, P. Sraffa i inni). Za punkt wyjścia w rozważaniach przyjmowano często wartość wymienną, będącą pochodną rzadkości dóbr i trudności w ich wytwarzaniu¹³. Znaczna część teorii źródła wartości upatrywała w nakładach, w tym szczególnie pracy, inne natomiast odwoływały się do pojęcia użyteczności¹⁴.

Trudność w zdefiniowaniu wartości przedsiębiorstwa wynika także z faktu, że pojęcie wartości w odniesieniu do dobra, jakim jest przedsiębiorstwo, może być

¹¹ Stanowi to także wyjaśnienie dlaczego niniejsza rozprawa umiejscowiona została w obszarze analizy finansowej.

¹² Przeglądu zarówno definicji słownikowych, jak i różnych znaczeń terminu „wartość” dokonał m. in. D. Zarzecki. Por. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 21.

¹³ Por. A. Jaki, op. cit., s. 20.

¹⁴ Por. H. Landreth, D.C. Colander, op. cit., s. 102, 137, 186, 208, 240; D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 23.

postrzegane z różnych punktów widzenia. Ta różnorodność możliwych perspektyw postrzegania wartości przedsiębiorstwa prowadzi do różnorodności definicji tego pojęcia.

Koncepcja zarządzania przez wartość jest konsekwencją orientacji teoretycznej, która zakłada, że wartość przedsiębiorstwa wyznaczają przepływy pieniężne, jakie w przyszłości wygeneruje przedsiębiorstwo i jakie będą mogły powiększyć bogactwo właścicieli. Takie podejście wynika wprost z traktowania przedsiębiorstwa jako inwestycji. Odwołuje się zatem do wartości dochodowej przedsiębiorstwa¹⁵. Spojrzenie na wartość z innych perspektyw daje takie kategorie wartości przedsiębiorstwa, jak:

- wartość księgową,
- wartość odtworzeniową,
- wartość likwidacyjną,
- wartość jako pochodna wielokrotności zysków przedsiębiorstwa¹⁶.

Wynikiem próby uszczegółowienia definicji wartości przedsiębiorstwa są tzw. standardy wartości¹⁷, wśród których wymienić można:

- rzetelną (rzeczywistą) wartość rynkową (ang. fair market value);
- wartość rynkową (ang. market value);
- wartość inwestycyjną (ang. investment value);
- wartość fundamentalną, wewnętrzną (ang. intrinsic, fundamental value);
- wartość sprawiedliwą (ang. fair value)¹⁸.

W ogólnym ujęciu w określaniu wartości przedsiębiorstwa wymienić można dwa podejścia, określane też mianem podstawowego założenia wyceny:

- podejście kontynuacyjne (ang. going concern)¹⁹ – odzwierciedla wartość

¹⁵ Jest ona bliska wartości ekonomicznej – tak definiuje tę kategorię D. Zarzecki. W ogólniejszym ujęciu wartość ekonomiczna może być traktowana jako nadwyżka efektów nad nakładami, dowodząca efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa. Por. A. Jaki, op. cit., s. 23; D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 25.

¹⁶ Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 1-7.

¹⁷ Należy zgodzić się z A. Kamelą-Sowińską, która twierdzi, że poprzez określenie standardu wartości odpowiada się na pytanie: „wartość dla kogo?” Por. A. Kamela-Sowińska, op. cit., s. 16.

¹⁸ Poszczególne standardy wartości różnią się między sobą. Powyższa lista zawiera definicje wartości od bliskiej w swoim znaczeniu codziennym kursom giełdowym, następnie eliminującą wpływ czynników krótkookresowych niezwiązanych ze zdolnością do generowania gotówki, poprzez oparcie rozumienia wartości na wewnętrznych (fundamentalnych) charakterystykach wycenianego przedsiębiorstwa, aż po kategorię wartości uzależnioną od preferencji i kryteriów inwestycyjnych konkretnego inwestora czy definicję o charakterze formalnoprawnym. Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 8.

Znane są także inne szczegółowe definicje wartości przedsiębiorstwa, takie jak wartość naturalna, reprodukcyjna, wartość właściciela, wartość dla biznesu, wartość zamiany (zastąpienia), szacunkowa, podatkowa, wartość zabezpieczenia. Por. A. Jaki, op. cit., s. 20; D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 25-37.

¹⁹ Określane też mianem wartości biznesu w działaniu. Por. D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 53.

wynikającą z potencjału i działalności wycenianego przedsiębiorstwa, przy założeniu, że będzie ona w przyszłości kontynuowana bez istotnych ograniczeń w stosunku do obecnej skali;

- podejście likwidacyjne (ang. liquidation value) – odzwierciedla wartość wynikającą z dochodów netto, które będą osiągnięte w wyniku zaprzestania działalności przedsiębiorstwa; może być ona określona jako:

- a) wartość zorganizowanej części mienia;
- b) wartość upłynnienia oddzielnie poszczególnych aktywów w sytuacji nieprzymusowej;
- c) wartość upłynnienia oddzielnie poszczególnych aktywów w sytuacji przymusowej²⁰.

Zdaniem autora najbardziej uniwersalną kategorią wartości przedsiębiorstwa jest wartość dochodowa, którą wyznaczają generowane przez przedsiębiorstwo przyszłe dochody (przepływy pieniężne) zdyskontowane odpowiednią stopą procentową skorygowaną ze względu na ryzyko²¹.

Przytoczone powyżej podejścia do wartości przedsiębiorstwa mogą zostać wbudowane w uniwersalny schemat analityczny definiujący wartość przedsiębiorstwa jako bieżącą wartość przyszłych przepływów pieniężnych przez nie generowanych, przy czym w podejściu kontynuacyjnym o owej wartości decydować będą przyszłe przepływy pieniężne uzyskiwane dzięki nieprzerwanemu funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, natomiast w podejściu likwidacyjnym przepływami pieniężnymi, których bieżącą wartość należy oszacować, są dochody netto z likwidacji. Podobnie w przypadku ewentualnej sprzedaży przedsiębiorstwa w dowolnie wybranym momencie, jego wartość może być określona dzięki znajomości przyszłych przepływów pieniężnych.

Warto podkreślić, że z uwagi na brak pewności co do przyszłych przepływów pieniężnych, faktyczna wartość przedsiębiorstwa nigdy nie jest znana i w zasadzie wszystkie rozważania na temat wartości, w tym na temat jej standardów, dotyczą jej szacunków bazujących na oczekiwaniach, które kształtują się w danych warunkach i u danych inwestorów²².

2.1.2. Wartość przedsiębiorstwa, wartość kapitału własnego a wartość dla właścicieli

Z perspektywy celu rozprawy kluczowym jest rozróżnienie wartości przedsiębiorstwa i wartości dla właścicieli. Te dwa pojęcia bywają ze sobą

²⁰ Por. D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 53; M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 14.

²¹ Podobnego zdania jest np. M. Michalski, który twierdzi, że „wartość przedsiębiorstwa wynika z wielkości dochodów, których dostarczy ono inwestorom w przyszłości, nie zaś z osiągniętych historycznych wyników finansowych, czy też wyłącznie ceny, jaką w danym momencie można za nie osiągnąć na rynku” (M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 9).

²² Por. tamże, s. 16.

utożsamiane. W konsekwencji zamiennie stwierdza się, że celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizowanie jego wartości, czyli zwiększanie wartości dla właścicieli²³. Podkreślić należy, że wartość przedsiębiorstwa to nie to samo co wartość dla właścicieli, a co ważniejsze, skupienie się na zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa nie musi być równoznaczne ze zwiększaniem wartości dla właścicieli²⁴.

Do określenia wartości przedsiębiorstwa podejść należy z perspektywy kapitałów, jakie finansują aktywa. To ich wartość wyznaczać będzie wartość przedsiębiorstwa²⁵.

Kapitał zostaje powierzony przedsiębiorstwu przez dawców tego kapitału. Sam fakt powierzenia kapitału przedsiębiorstwu należy postrzegać jako wynik decyzji inwestycyjnej konkretnego inwestora, a z istoty inwestowania wynika, że w zamian za powierzenie kapitału przedsiębiorstwu, inwestorzy oczekiwać będą wynagrodzenia w postaci określonej stopy zwrotu²⁶. Z tego też powodu każdy element bazy kapitałowej kosztuje, a koszt ten wynika z konieczności dostarczenia inwestorom oczekiwanej przez nich stopy zwrotu.

Wartość przedsiębiorstwa wynikająca z przyszłych przepływów pieniężnych obejmuje wartość wszystkich kapitałów składających się na bazę kapitałową, czyli

²³ Takie utożsamianie widoczne jest m.in. w: T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt.; B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007; P. Szczepankowski, op. cit.; A. Szablewski (red.), *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000.

O ile utożsamianie wartości przedsiębiorstwa z wartością kapitału własnego, w świetle zagwarantowania płatności dla dawców kapitału obcego zapisami umownymi, jest zrozumiałe, o tyle utożsamienie powyższych pojęć z wartością dla właścicieli nie wydaje się właściwe, a jest obecne w literaturze. Na przykład B. Nita stwierdza, że „tę część całkowitej wartości przedsiębiorstwa, która jest reprezentowana przez kapitał własny określa się jako wartość dla właścicieli” (B. Nita, op. cit., s. 24). Podobnie A. Rappaport, a za nim A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, jak również T. Dudycz wartość kapitału własnego utożsamiają z wartością dla akcjonariuszy. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 38; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 56; T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 19.

²⁴ Nie zmienia to faktu, że powszechnie jest określanie koncepcji zarządzania uznającej prymat interesu właścicieli przedsiębiorstwa, czyli nastawionej na zwiększanie wartości dla właścicieli (ang. value-based management) jako zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Również w niniejszej rozprawie pojęć „zarządzanie przez wartość” i „zarządzanie wartością przedsiębiorstwa” używa się w wielu miejscach zamiennie.

²⁵ Spojrzenie na wartość przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości zainwestowanych w nie kapitałów obecne jest m. in. w pracach: A. Kamela-Sowińska, op. cit., A. Jaki, op. cit.

²⁶ Do kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo, nazywanego też bazą kapitałową, zalicza się kapitał własny i kapitał obcy oprocentowany, a zatem tylko te elementy kapitału, których wniesienie do przedsiębiorstwa jest wynikiem jego celowego udostępnienia przedsiębiorstwu w ramach decyzji inwestycyjnej dawców kapitału i w oczekiwaniu przez nich określonej stopy zwrotu. W skład bazy kapitałowej nie wchodzi zatem te elementy pasywów, które powstają w toku normalnej działalności operacyjnej, takie jak zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zobowiązania wobec pracowników czy zobowiązania z tytułu podatków, ceł i ubezpieczeń społecznych. Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 18.

kapitału własnego i kapitału obcego²⁷. Stąd wartość kapitału własnego to różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wartością kapitałów wniesionych przez innych inwestorów niż właściciele. Prezentują to poniższe wzory:

$$W_P = W_{KW} + W_{KO} \quad (2.1)$$

$$W_{KW} = W_P - W_{KO} \quad (2.2)$$

gdzie:

W_P – wartość przedsiębiorstwa;

W_{KW} – wartość kapitału własnego;

W_{KO} – wartość kapitału obcego.

W praktyce często utożsamia się zwiększanie wartości przedsiębiorstwa ze zwiększaniem wartości kapitału własnego²⁸, ponieważ płatności na rzecz dawców kapitału obcego są zagwarantowane zapisami umownymi. Wtedy w celu uproszczenia analiz nie ma potrzeby ciągłego wskazywania na fakt, iż wartość kapitału własnego jest różnicą pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wartością kapitału obcego²⁹.

Wartości kapitału własnego nie należy jednak utożsamiać z wartością dla właścicieli. Przepływy pieniężne wygenerowane przez przedsiębiorstwo dla jego właścicieli nie muszą być tożsame z przepływami pieniężnymi faktycznie przez właścicieli zrealizowanymi³⁰. Rozróżnienie to wiąże się z różnymi fazami w procesie tworzenia wartości, tj. jej budowaniem, utrzymywaniem i realizowaniem (czyli przekazywaniem właścicielom)³¹. W tym ujęciu **wartość kapitału własnego** wynika ze zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, a dokładniej przynależnej właścicielom części tych przepływów, potencjalnie dla właścicieli dostępnych. Wartość kapitału własnego jest zatem wartością potencjalną. Natomiast **wartość dla właścicieli** zależy od tego, jaka część wytworzonej i utrzymanej wartości zostanie właścicielom przekazana. Jest zatem wypadkową przepływów pieniężnych faktycznie przekazanych z przedsiębiorstwa do właścicieli.

Opisane powyżej zależności przedstawiono na rysunku 2.1.

²⁷ W tym miejscu zakłada się, że każdy składnik bazy kapitałowej można zaliczyć albo do kapitału własnego, albo do kapitału obcego, przyjmując iż każdy składnik, którego nie zaliczono do kapitału własnego jest elementem kapitału obcego.

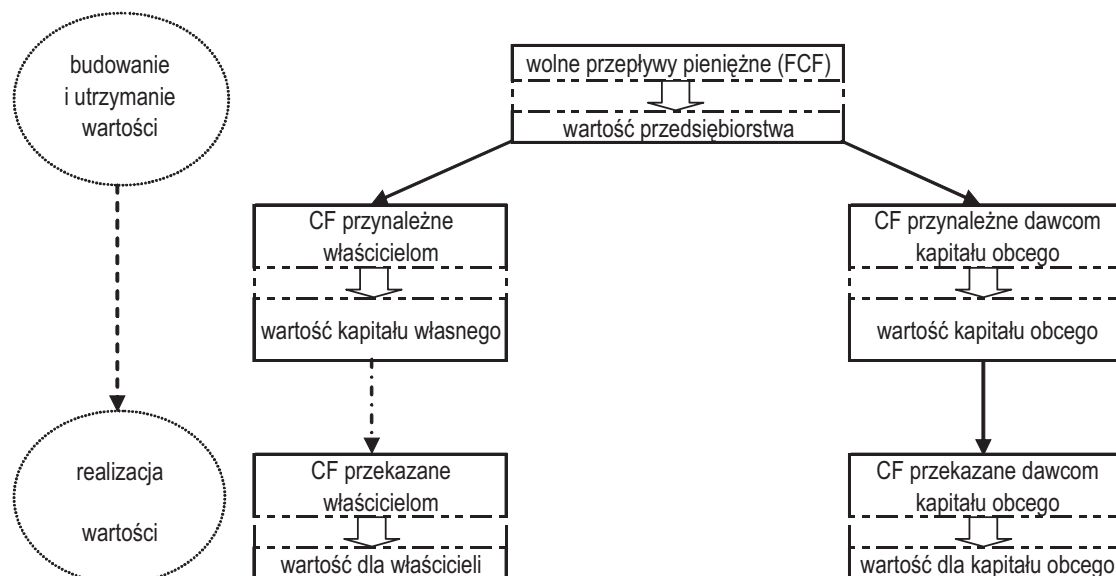
²⁸ Nazywanej przez M. Michalskiego wartością operacyjną kapitałów własnych. Trudno zgodzić się z nazywaniem wartości kapitałów własnych „operacyjną”, ponieważ sugeruje to, iż wartość ta uwzględnia tylko ryzyko operacyjne i abstrahuje od wynikającego ze struktury finansowania ryzyka finansowego. W rzeczywistości jednak ta kategoria wartości uwzględnia uwarunkowania wynikające ze struktury finansowania podmiotu. Por. tamże, s. 21.

²⁹ Por. B. Nita, op. cit., s. 25.

³⁰ Por. M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 19-21.

³¹ Kwestie te dokładniej omówione zostały w kolejnym podrozdziale.

Związek między wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli



Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić zdecydowaną różnicę pomiędzy budowaniem i realizacją wartości dla właścicieli a budowaniem i realizacją wartości dla kapitału obcego. O ile związek pomiędzy przepływami pieniężnymi przynależnymi kapitałowi obcemu a przepływami pieniężnymi przekazywanymi kapitałowi obcemu jest z reguły bardzo ścisły (np. kredytodawca otrzymuje odsetki i kwoty spłacanego kredytu zazwyczaj zgodnie z harmonogramem), to w przypadku przepływów pieniężnych przynależnych i przekazywanych właścicielom związek ten może być bardzo luźny.

Biorąc powyższe pod uwagę, zdaniem autora cel działania przedsiębiorstwa powinien być określany jako zwiększanie wartości dla właścicieli, co nie powinno być utożsamiane ze zwiększaniem wartości przedsiębiorstwa czy nawet zwiększaniem wartości kapitału własnego. W tym ujęciu zwiększanie wartości przedsiębiorstwa traktować można jako warunek konieczny (ale nie warunek dostateczny) realizacji faktycznego celu, którym powinno być zwiększanie wartości dla właścicieli. Jak już wspomniano rozróżnienie to jest ściśle związane z występowaniem różnych faz w procesie tworzenia wartości dla właścicieli.

2.1.3. Fazy w tworzeniu wartości dla właścicieli

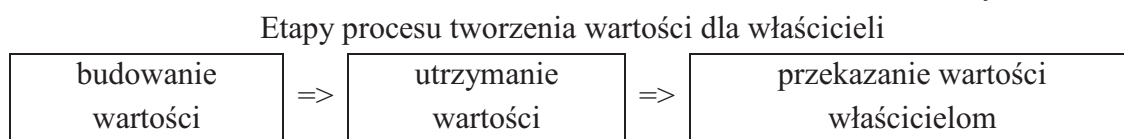
W procesie kreowania wartości dla właścicieli wyróżnić można trzy fazy:

- 1) budowanie wartości,
- 2) utrzymanie wartości,
- 3) przekazanie (realizację) wartości³².

³² A. Black i inni używają tu określeń: tworzenie, zachowanie i realizacja wartości. Autor rozprawy zdecydował się zmodyfikować te nazwy, gdyż jego zdaniem lepiej oddają to, co w każdej z faz się zawiera. Po takiej modyfikacji można mówić o całym procesie jako o

Zaprezentowano je na poniższym rysunku.

Rysunek 2.2



Źródło: opracowanie własne.

Pierwsza i druga faza koncentruje się na osiągnięciu stopy zwrotu z kapitału przewyższającej jego koszt. Taka nadwyżka może zostać zatrzymana w przedsiębiorstwie lub przekazana właścicielom, a perspektywa uzyskania tej nadwyżki jest powodem inwestowania kapitału przez właścicieli. Budowanie wartości jest możliwe tylko wtedy, gdy zaoferuje się klientom jakieś cenne dla nich dobro – wyrób, usługę – i to po takiej cenie, która zapewni osiągnięcie wspomnianej powyżej nadwyżkowej stopy zwrotu. Budowanie wartości przedsiębiorstwa możliwe jest zatem tylko wtedy, gdy wytworzy się wartość dla klienta.

Druga faza – utrzymanie wartości – jest równie ważna jak faza pierwsza. W jej trakcie należy zadbać o to, aby wartość wytworzona w pierwszej fazie nie została zmarnowana czy utracona. Pod pojęciem utrzymywania wartości należy rozumieć wszystkie te działania, które prowadzone są po to, aby nie dopuścić do utraty wartości. Chodzi więc tutaj o funkcjonowanie różnych podsystemów przedsiębiorstwa wspierających proces tworzenia wartości, tj. właściwą alokację zasobów, sprawne zarządzanie gotówką, odpowiedni dobór strategii podatkowej, zarządzanie ryzykiem i inne. W praktyce niekiedy trudno odróżnić działania utrzymujące wartość od tych ją budujących. Obie te fazy prowadzić mają do wygenerowania przepływów pieniężnych na tyle wysokich, aby otrzymana stopa zwrotu przewyższała koszt kapitału³³.

Dwie fazy tworzenia wartości, tj. jej budowanie i utrzymanie prowadzić mają do wygenerowania jak najwyższych przepływów pieniężnych, co najmniej tak wysokich, aby otrzymana stopa zwrotu przewyższała koszt kapitału.

Kluczowym z punktu widzenia wartości dla właścicieli jest faza trzecia, czyli przekazanie wartości właścicielom. Bez uwzględnienia trzeciej fazy nie można mówić w pełni o tworzeniu wartości dla właścicieli.

W spółce giełdowej realizacja wartości przez akcjonariuszy może się odbyć

tworzeniu wartości dla właścicieli. Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 79; M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 20.

³³ Na dwie pierwsze fazy tworzenia wartości dla właścicieli można spojrzeć także przez pryzmat projektów inwestycyjnych realizowanych w ramach przedsiębiorstwa. Wtedy fazy opisane jako budowanie i utrzymanie wartości rozumieć można nieco inaczej. Jeśli podejmowanie przez przedsiębiorstwo nowych ryzykownych przedsięwzięć inwestycyjnych o dodatnim NPV określi się jako budowanie wartości, to przez jej utrzymywanie rozumieć można działania dbające o to, żeby projekt w trakcie swojego życia nie przestał generować wartości i faktycznie przyniósł dodatnią NPV.

na dwa sposoby:

- poprzez wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy;
- poprzez wzrost wartości rynkowej akcji³⁴.

Pierwszy z wymienionych sposobów przekazania wartości akcjonariuszom spółki giełdowej jest **faktycznym przepływem pieniężnym** ze spółki do właścicieli. Drugi sposób nie stanowi przepływu faktycznego tak długo, jak długo dany inwestor posiada akcję. Do momentu sprzedaży akcji wzrost jej wartości rynkowej jest obietnicą otrzymania środków pieniężnych przez właściciela. Stanowi zatem **potencjalny przepływ pieniężny**. Z chwilą zamiany tego potencjalnego przepływu pieniężnego na przepływ faktyczny, tj. w momencie sprzedaży akcji i zainkasowania zysku kapitałowego będącego wynikiem wzrostu wartości rynkowej akcji pomiędzy momentami zakupu i sprzedaży, dotychczasowy akcjonariusz przestaje być właścicielem. Zatem aby ten potencjalny przepływ pieniężny stał się przepływem faktycznym, konieczne jest wyzbycie się własności akcji, co równoznaczne jest z wyzbyciem się własności przedsiębiorstwa.

W spółce giełdowej jedynym sposobem dla właściciela, aby otrzymywać z niej przepływy pieniężne, będąc jednocześnie ciągle jej właścicielem, jest dywidenda. W opisanej powyżej dwudzielnej charakterystyce mieszczą się także przepływy pieniężne przekazywane akcjonariuszom spółki giełdowej w wyniku wykupu akcji przez przedsiębiorstwo w celu ich umorzenia, niekiedy wymieniane jako trzecia możliwa, obok dywidendy i wzrostu wartości rynkowej akcji, korzyść finansowa akcjonariusza spółki giełdowej³⁵. Zdaniem autora rozprawy ten sposób realizacji wartości dla właścicieli mieści się w kategorii określonej powyżej jako wzrost wartości rynkowej akcji. Do momentu wykupu akcji ich wartość rynkowa stanowi potencjalny przepływ pieniężny, natomiast dokonanie tego przepływu jest równoznaczne z wyzbyciem się własności przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia akcjonariusza, którego akcje mają być wykupione, różnica pomiędzy zwykłą sprzedażą akcji a wykupem w celu umorzenia sprowadza się do podmiotu odkupującego akcje³⁶. Zasada jest jednak ta sama – wzrost wartości rynkowej to potencjalny przepływ pieniężny, a w momencie, kiedy staje się przepływem faktycznym, dotychczasowy akcjonariusz przestaje być właścicielem.

W niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli relacje dotyczące trzeciej fazy, czyli realizacji wartości dla właścicieli nie są tak czytelne jak w spółce giełdowej. Nie zmienia to jednak faktu, że dla właścicieli tych

³⁴ Por. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 393.

³⁵ Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 20, 106.

³⁶ Oczywiście z perspektywy spółki, której akcje są przedmiotem tych transakcji, różnią się one zasadniczo. Również wykup akcji własnych może być dokonywany z różnych pobudek i generować różne efekty. Więcej na ten temat m.in. w: A. Szablewski, *Budowanie wartości firmy: wykup własnych akcji*, CEO Magazyn Top Menedżerów, luty 2006, <http://ceo.cxo.pl> (dostęp 01.05.2008).

przedsiębiorstw ta faza procesu tworzenia wartości jest równie kluczowa jak dla akcjonariuszy spółek giełdowych. Wynika z tego ważne miejsce tego zagadnienia w koncepcji zarządzania przez wartość. Wydaje się jednak, że jego waga nie była do tej pory dostrzegana. Zbadaniu tej kwestii poświęcono miejsce w dalszej części rozprawy.

2.2. Cechy przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

2.2.1. Uwagi ogólne

Przed przystąpieniem do sprecyzowania finansowej specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli odnoszącej się do trzeciej fazy procesu tworzenia wartości dla właścicieli należy dokonać charakterystyki tego rodzaju podmiotów. Wstępna charakterystyka niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli została dokonana już w rozdziale pierwszym na etapie określania zakresu podmiotowego rozprawy. Jak również zaznaczono w rozdziale pierwszym, faktem jest, że wiele przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli to jednocześnie przedsiębiorstwa rodzinne, zdecydowaną większość tych podmiotów zaliczyć także można do sektora MŚP.

Trudność we wskazaniu cech charakterystycznych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli polega na tym, że spośród trzech wymienionych kategorii (tj. przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli, przedsiębiorstwa rodzinnego i MŚP) przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jest najmniej ugruntowaną w literaturze i jako taka nie była do tej pory przedmiotem szczegółowych badań. Korzystając z pokrywania się w znacznym zakresie tej kategorii przedsiębiorstw z dwoma pozostałymi, poniżej omówiono cechy przedsiębiorstw rodzinnych oraz małych i średnich. Dokonując tej pośredniej charakterystyki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli przyjęto, że istotnymi elementami ich specyfiki są cechy charakterystyczne dla przedsiębiorstw rodzinnych oraz małych i średnich.

2.2.2. Cechy przedsiębiorstw rodzinnych

Przedsiębiorstwo rodzinne może być postrzegane z różnych perspektyw. Skutkuje to wyróżnieniem w opisie tych przedsiębiorstw trzech podejść:

- 1) podejścia socjologicznego,
- 2) podejścia zasobowego,
- 3) podejścia zintegrowanego³⁷.

Podejście socjologiczne koncentruje się na przedsiębiorstwie rodzinnym jako grupie społecznej bazującej na sile więzi rodzinnych. Kluczowe problemy działania przedsiębiorstw rodzinnych z perspektywy socjologicznej obejmują:

³⁷ Por. Ł. Sułkowski, *Organizacja...*, wyd. cyt., s. 103-107; K. Safin, *Przedsiębiorstwa rodzinne – istota i zachowania strategiczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 22-29.

- wpływ przedsiębiorcy-założyciela na strategię, kulturę i strukturę organizacyjną,
- sukcesję przedsiębiorstwa,
- dystrybucję władzy w organizacji,
- wpływ familizmu i nepotyzmu na zarządzanie.

Podejście zasobowe skupia się na charakterystyce unikalnej konfiguracji zasobów przedsiębiorstwa rodzinnego, spośród których wśród najważniejszych wymienić można zasoby materialne, finansowe, ludzkie oraz wiedzę i doświadczenie³⁸.

Charakterystyczną cechą przedsiębiorstw rodzinnych jest pozostawanie większości zasobów (szczególnie materialnych i finansowych) pod kontrolą rodziny, jednak zakres takiej kontroli może być zróżnicowany.

Zróżnicowanie kontroli rodziny nad przedsiębiorstwem w odniesieniu do spółek kapitałowych prezentuje poniższa tabela.

Tabela 2.2

Warianty wpływu rodziny na przedsiębiorstwo w spółkach kapitałowych

Rodzaj współdziałania Koncepcja zarządzania	Tylko akcjonariusz (udziałowiec)	Działalność w gremiach nadzorczych			Działalność menedżerska		
		Rada nadzorcza, ciało doradcze	Rada rodziny	Spółka zarządzająca	Naczelne kierownictwo	Kierownictwo fachowe	Kierownictwo szczebla średniego
Bez udziału w kierownictwie	x						
Kierownictwo finansowe		x	x	x			
Kierownictwo strategiczne				x	x	x	
Kierownictwo strategiczne/operacyjne					x	x	x

Źródło: M. Liedler, *Strategische Unternehmensführung – aus der Beratersicht*, w: R. Hammer, H.H. Hinterhuber i inni, *Strategisches Management global*, Gabler, Wiesbaden 1993, za: K. Safin, *Przedsiębiorstwa rodzinne – istota i zachowania strategiczne*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 26.

Analizując tabelę 2.2, stwierdzić należy, że problematyka rozprawy w największym stopniu odnosi się do sytuacji określonej w tabeli jako kierownictwo strategiczne, gdzie właściciel i członkowie jego rodziny zajmują się zarządzaniem na najwyższym szczeblu piramidy organizacyjnej.

Możliwości pozyskiwania zasobów finansowych ze źródeł pozarodzinnych są z reguły ograniczone. Wiąże się to z obawą rodziny przed utratą kontroli nad

³⁸ Por. Ł. Sułkowski, *Organizacja...*, wyd. cyt., s. 104.

przedsiębiorstwem³⁹. Zasoby ludzkie to z reguły zaangażowani i kompetentni pracownicy, a wielu z nich to członkowie rodziny. Z tego wyrasta zarówno zaleta, jak i słabość zasobów ludzkich w firmie rodzinnej, bowiem wysoka motywacja członków rodziny przyczynia się do sukcesu, jednocześnie mogąc prowadzić do obniżenia motywacji pracowników spoza rodziny. Zasoby wiedzy dotyczącej prowadzenia danego biznesu – historycznie rzecz ujmując, kluczowy czynnik sukcesu przedsiębiorstw rodzinnych – przekazywane były z pokolenia na pokolenie. Obecnie ten wyróżnik firm rodzinnych jest ciągle aktualny, jednak wraz ze wzrostem zarówno organizacji jako takiej, jak i turbulencji otoczenia, rodziny przestały być podstawowym podmiotem tworzenia i przekazywania wiedzy. Wynika stąd konieczność umiejętnego korzystania z zasobów wiedzy osób spoza rodziny⁴⁰.

W analizie przedsiębiorstwa rodzinnego wykorzystać można również podejście zintegrowane, które zakłada próbę stworzenia modelu integrującego zagadnienia związane z więziami rodzinnymi oraz ich wpływem na sferę biznesu. W podejściu tym wskazuje się na interdyscyplinarność badanego obszaru. Efektem takiego podejścia jest zawarta w poniższej tabeli charakterystyka związków rodziny i przedsiębiorstwa.

Tabela 2.3

Związki rodziny i przedsiębiorstwa w modelu zintegrowanym

Przedsiębiorstwo wobec rodziny	Rodzina wobec przedsiębiorstwa
1. Stanowi bazę i centrum życia rodzinnego.	1. Stanowi źródło kreatywnych pomysłów i inspiracji.
2. Determinuje losy członków rodziny.	2. Jest głównym i pierwotnym źródłem kapitału ludzkiego.
3. Jest źródłem dochodów rodziny.	3. Jest źródłem finansowania jego założenia i rozwoju.
4. Jest źródłem władzy i wpływów.	4. Stanowi ośrodek decyzyjny i kontrolny.
5. Często stanowi przedmiot dumy, identyfikacji oraz kultu następców założyciela.	5. Jest podstawą wartości kultury organizacyjnej.
6. Jest płaszczyzną realizacji celów członków rodziny.	6. Określa główne założenia jego rozwoju.
7. Jest spoiwem rodziny.	7. Jest źródłem nepotyzmu.
8. Kieruje się motywami racjonalnymi.	8. Kieruje się motywami emocjonalnymi.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ł. Sułkowski, A. Marjański, Firmy rodzinne – jak osiągnąć sukces w sztafecie pokoleń, Poltext, Warszawa 2009, s. 32; K. Safin, Przedsiębiorstwa rodzinne – istota i zachowania strategiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 29-30; Ł. Sułkowski, Organizacja a rodzina. Więzy rodzinne w życiu gospodarczym, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2004, s. 105.

Charakterystyczną cechą firm rodzinnych jest **familizm**, definiowany jako wartość kulturowa zakładająca silne utożsamienie i przywiązanie do rodziny, czego przejawem jest lojalność, zaufanie, uczucia rodzinne i wzajemna solidarność

³⁹ Wskazuje się też inne przyczyny awersji do pozyskiwania zewnętrznych źródeł finansowania. Jako jedną z takich przyczyn w krajach innych niż USA, Niemcy i Japonia podaje się niewystarczającą ochronę prawną inwestorów, co wynika albo ze złego prawa, albo z trudności w egzekwowaniu prawa przez sądy. W konsekwencji przedsiębiorstwa pozostają pod kontrolą rodziny i nawet w bogatszych krajach mają trudności z pozyskaniem zewnętrznych źródeł finansowania, dlatego finansują większość inwestycji wewnętrznie. Por. A. Shleifer, R.W. Vishny, op. cit., s. 50.

⁴⁰ Por. Ł. Sułkowski, Organizacja..., wyd. cyt., s. 104.

członków rodziny⁴¹. Familizm z reguły oddziałuje pozytywnie na firmy rodzinne, jednak odgrywać może też rolę negatywną⁴². W przypadku przedsiębiorstw rodzinnych w ogóle można mówić o pewnym paradoksie, polegającym na tym, że charakterystyki, które są kluczowymi czynnikami sukcesu i siłą firmy (np. patriarchalne zarządzanie), mogą okazać się w innej fazie cyklu życia przedsiębiorstwa czynnikiem niekorzystnym⁴³.

Wśród zalet firm rodzinnych wymienić można:

- troskę rodziny o siebie nawzajem, o pracowników najemnych i klientów w większym stopniu niż w firmach nierodzinnych;
- wysoką motywację i lojalność pracowników będących członkami rodziny;
- większą sumienność i lojalność pracowników najemnych w firmie rodzinnej;
- większą dostępność właścicieli i kierownictwa firm rodzinnych;
- szacunek, przywiązanie do tradycji, bezpieczeństwo zatrudnienia;
- nastawienie na jakość i budowanie długotrwałych relacji z partnerami;
- zdolność do szybkiego podejmowania decyzji;
- gotowość do podejmowania ryzykownych przedsięwzięć;
- zdolność do szybkiego rozwijania innowacji wskazywanych przez rynek;
- elastyczność w dostosowywaniu do warunków otoczenia;
- ograniczenie struktur biurokratycznych;
- szybką i skuteczną komunikację między kierownictwem a pracownikami⁴⁴.

Do cech zakłócających funkcjonowanie przedsiębiorstw rodzinnych zaliczyć można:

- konflikty wewnętrzne wynikające z dużego zaangażowania i emocjonalnego podejścia do biznesu rodzinnego;
- skostniały system decyzyjny, niechęć do zmian w miarę starzenia się założyciela firmy;

⁴¹ Por. tamże, s. 49.

⁴² E. Banfield negatywne skutki familizmu, w szczególności konserwatywny i antymodernizacyjny wpływ więzi rodzinnych, opóźniający rozwój gospodarczy, określa mianem „amoralnego familizmu”. Niektóre badania (np. C. Kerr’a) potwierdzają ten problem, wskazując na ujemną korelację pomiędzy familizmem a etosem pracy, podkreślającym znaczenie wysiłku i oszczędności. Por. E. Banfield, *The Moral Basis of a Backward Society*, Harvard University Press, Cambridge 1953; C. Kerr et al., *Industrialisation and Industrial Man*, Cambridge University Press, Cambridge 1960; cyt. za: Ł. Sułkowski, *Organizacja...*, wyd. cyt., s. 55.

⁴³ Np. przy przekazywaniu przedsiębiorstwa następnemu pokoleniu. Por. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 26.

⁴⁴ Por. tamże, s. 25-26; E. Więcek-Janka, *Przedsiębiorstwa rodzinne w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw*, w: T. Łuczka (red.), *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szkice o współczesnej przedsiębiorczości*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007, s. 81.

- wiążący się z powyższym problem z przekazaniem firmy następnym pokoleniom⁴⁵.

Silne i słabe strony przedsiębiorstw rodzinnych rozpatrywane mogą być także w pewnych podklasach.

W tabeli 2.4 zalety i wady dużych firm rodzinnych w porównaniu z dużymi podmiotami gospodarczymi z rozproszoną strukturą własności pogrupowano według ośmiu aspektów.

Tabela 2.4

Zestawienie silnych stron i słabości dużych przedsiębiorstw rodzinnych w porównaniu z dużymi podmiotami gospodarczymi z rozproszoną strukturą własności

Aspekt	Zalety firm rodzinnych	Wady firm rodzinnych
1. Orientacja strategiczna	Klarowne mechanizmy tworzenia i wdrażania strategii. Dominacja perspektywy długoterminowej.	Możliwa w fazie dojrzałości orientacja na krótkookresowe zyski.
2. Zarządzanie zasobami ludzkimi	Silna motywacja członków rodziny.	Zagrożenie negatywną selekcją i nepotyzmem. Możliwość demotywowania przez nierówne traktowanie pracowników.
3. Kultura organizacyjna	Wysoka motywacja kadry zarządzającej. Większy wzajemny kapitał zaufania rodziny. Paternalizm.	Zagrożenie amoralnym familizmem.
4. Zarządzanie finansami	Mniejsze koszty wewnętrznej kontroli przepływów finansowych.	Tendencja do zawyżania dywidend.
5. Kontrola kosztów	Wyższa skłonność do ograniczania wydatków.	Trudności z wprowadzaniem mechanizmów kontroli wydatków członków rodziny.
6. Przedsiębiorczość	Wysoka innowacyjność.	Powiązanie innowacyjności z osobą założyciela.
7. Rozwój	Klarowne stosunki własnościowe. Ograniczenie możliwości wrogich przejęć.	Ograniczenia konsolidacji. Możliwości napięć związanych z sukcesją.
8. Sukcesja podmiotu gospodarczego	Możliwość przygotowania następcy do objęcia funkcji zarządzającego.	Zagrożenia konfliktami pomiędzy potencjalnymi sukcesorami i dezintegracją przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Ł. Sułkowski, Przedsiębiorczość w firmach rodzinnych w Polsce – wnioski z badań, w: D. Kopycińska (red.), Konkurencyjność rynku pracy i jego podmiotów, Wydawnictwo: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005, s. 125-128; J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, Przedsiębiorstwo rodzinne. Funkcjonowanie i rozwój, Difin, Warszawa 2004, s. 30, 38.

Należy podkreślić, że charakterystyka zawarta w tabeli 2.4 dotyczy dużych

⁴⁵ W USA prawie 70% firm rodzinnych nie przechodzi w ręce drugiego pokolenia. Wraz z odejściem założyciela są sprzedawane, przejmowane lub likwidowane. 50% firm rodzinnych, które są własnością już w drugim pokoleniu, nie przechodzi w ręce trzeciego, a średnia żywotność firmy rodzinnej wynosi 24 lata. Por. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 26; E. Więcek-Janka, op. cit., s. 82.

Badania ponadto wskazują, że gdy dochodzi do sukcesji, to najczęściej władzę i własność dziedziczy najstarszy syn po ojcu. Wyniki tych badań, jak również inne problemy związane z sukcesją w przedsiębiorstwie rodzinnym omówiono w: Ł. Sułkowski, Kapitał ludzki w przedsiębiorstwie rodzinnym, w: D. Kopycińska (red.), Kapitał ludzki jako czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego, Wydawnictwo: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006, s. 67-76.

przedsiębiorstw rodzinnych, a zatem znajdujących się z reguły w fazie dojrzałości, w której charakterystyczne dla nich zjawisko familizmu połączone najczęściej ze skupieniem własności i zarządzania w rękach rodziny może rodzić negatywne skutki⁴⁶.

Badania empiryczne wskazują katalog wspólnych cech przedsiębiorstw rodzinnych. Według badań R. Donckels'a i E. Frohlich'a, J. Welsch'a oraz naukowców ze Stoy Hayward przedsiębiorstwa rodzinne różnią się od pozostałych następującymi cechami:

- w firmach rodzinnych w zachowaniach przedsiębiorczych dominuje wszechstronność i skłonność raczej do działań organizatorskich niż pionierskich⁴⁷;
- firmy rodzinne są bardziej zorientowane na siebie, tworząc zamknięty system zdominowany przez rodzinę;
- firmy rodzinne odczuwają mniejszą potrzebę funkcjonowania zaplecza doradczego – są mniej skłonne do korzystania z usług doradców zewnętrznych;
- firmy rodzinne płacą wyższe wynagrodzenia pracownikom i bardziej troszczą się o ich satysfakcję zawodową, jednocześnie mniej angażując pracowników najemnych w sprawy firmy;
- eksport i internacjonalizacja działalności nie są powszechne;
- przeciętnie firmy rodzinne są starsze niż przedsiębiorstwa nierodzinne, dłużej też trwa kadencja głównej osoby zarządzającej;
- struktura własności w firmach rodzinnych ma charakter zamknięty, a własność znajduje się głównie w rękach rodziny; liczba udziałowców jest mniejsza niż w firmach nierodzinnych;
- firmy rodzinne giełdowe oraz firmy rodzinne pierwszej generacji są mniej zorientowane na rodzinę niż firmy kierowane przez kolejne pokolenia; kwestie związane z rodziną stają się dominujące w późniejszych pokoleniach, wtedy też występuje większa tendencja do zachowania status quo i mniejsza skłonność do innowacji⁴⁸.

⁴⁶ Wyczerpujący opis typowego scenariusza rozwoju przedsiębiorstwa rodzinnego, jak również wpływu rodziny na przedsiębiorstwo w fazie dojrzałości podaje K. Safin, op. cit., s. 137-149.

⁴⁷ Choć z drugiej strony podkreśla się olbrzymi potencjał innowacyjności drzemiący właśnie w przedsiębiorstwach małych i średnich oraz rodzinnych, uzależnione jest to od fazy cyklu życia takiego podmiotu. Por. np. L. Cichowski, Małe i średnie przedsiębiorstwa a innowacje, w: T. Łuczka (red.), Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szkice o współczesnej przedsiębiorczości, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007; R. Lisowska, Bariery rozwoju działalności innowacyjnej małych i średnich przedsiębiorstw na terenach wiejskich na przykładzie województwa łódzkiego, w: N. Daszkiewicz (red.), Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szanse i zagrożenia rozwoju, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 39.

⁴⁸ W trzecim raporcie Stoy Hayward z 1992 roku przedstawiono ponadto wyniki badań, według których brytyjskie giełdowe spółki rodzinne osiągały na giełdzie znacznie lepsze rezultaty niż spółki nierodzinne. Uogólnienie tych obserwacji na całą populację przedsiębiorstw rodzinnych wymaga jednak, jak się wydaje, dodatkowych badań. Por. Stoy Hayward, Staying the Course. Survival Characteristics of the Family Owned Business,

Z kolei jakościowa charakterystyka małego przedsiębiorstwa rodzinnego oprócz wymienionych wcześniej cech, zalet i wad, wskazuje na:

- samodzielność przedsiębiorcy-właściciela ponoszącego odpowiedzialność i całkowite ryzyko;
- górna granica wielkości przedsiębiorstwa rodzinnego wyznaczana jest przez możliwości ogarnięcia przez właściciela całego spektrum spraw;
- dolna granica wielkości przedsiębiorstwa rodzinnego wyznaczana jest przez wymagania właściciela co do minimalnego dochodu;
- przeważającą formą prawną jest działalność jednoosobowa lub spółka osobowa;
- podział pracy jest utrudniony⁴⁹.

Część z przytoczonych powyżej charakterystyk i wnioski z niektórych badań sugerowałyby, że w przedsiębiorstwach rodzinnych dominuje długoterminowa perspektywa strategiczna i mniejsza jest presja na wyniki krótkoterminowe. Konkluzje takie stanowią wytłumaczenie wyników badań Stoy Hayward, w których przedsiębiorstwa rodzinne osiągają na rynku kapitałowym lepsze rezultaty niż spółki nierodzinne⁵⁰. Również M. Greenwald na podstawie badań amerykańskich firm rodzinnych podkreśla perspektywę długoterminową w działalności tego rodzaju przedsiębiorstw, wymieniając wśród podstawowych „zjawisk” towarzyszących firmom rodzinnym ciągłą koncentrację na podnoszeniu wartości przedsiębiorstwa⁵¹.

Przytoczone cechy nie tylko dobrze oddają specyfikę tych przedsiębiorstw, ale powodują także, że firmy rodzinne, a zarazem należące do tej grupy przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, są właściwymi podmiotami dla posługiwania się filozofią leżącą u podstaw zarządzania przez wartość.

2.2.3. Cechy i specyfika działalności rynkowej małych i średnich przedsiębiorstw

Podział przedsiębiorstw w oparciu o kryterium wielkości nakłada się często na podział dokonywany w oparciu o kryterium pozostawania pod kontrolą rodziny. Dzieje się tak dlatego, że większość przedsiębiorstw rodzinnych kwalifikuje się do małych i średnich, a znaczna część firm małych i średnich to przedsiębiorstwa rodzinne. W konsekwencji te dwie grupy mają wiele cech wspólnych. Dlatego też

London, Stoy Hayward 1989; R. Donckels, E. Frohlich, Are Family Businesses Really Different?, *Family Business Review*, vol. 4, iss. 2, 1991, s. 149-160; J. Welsch, Family Enterprises in the United Kingdom, The Federal Republic of Germany and Spain: A Transnational Comparison, *Family Business Review*, vol. 4, iss. 2, 1991, s. 191-203; cyt. za: J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 27.

⁴⁹ Por. E. Więcek-Janka, op. cit., s. 80.

⁵⁰ Por. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 30.

⁵¹ Por. Mass Mutual Study Yields Fresh New Insights Regarding Family Business, Fairleigh Dickinson University – The George Rothman Institute, Family Ink, Spring 1996, za: J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, op. cit., s. 38.

wśród przewag małych i średnich przedsiębiorstw nad dużymi wymienia się⁵²:

- elastyczność – zdolność przystosowania do zmiennych warunków rynkowych i umiejętność przyjmowania nowych wzorców zachowań i ról organizacyjnych ,
- małe zbiurokratyzowanie zarządzania,
- umiejętność wykorzystywania nadarzających się okazji dzięki podejmowaniu ryzyka,
- racjonalny przepływ informacji wewnątrz firmy,
- lepsze wykorzystanie specjalistów o szerszym zakresie wiedzy,
- otwarcie na szybkie wykorzystanie innowacji i ich rynkową weryfikację,
- łatwe wchodzenie w układy kooperacyjne przez szybkie organizowanie nowych miejsc pracy, częste wykorzystywanie metody nakładczej,
- wykorzystanie uprzywilejowanych warunków do uzyskania środków finansowych ze specjalnych źródeł.

Inne czynniki charakteryzujące działalność rynkową MŚP wynikają z rozproszenia tych podmiotów w różnych układach lokalnych, co z reguły sprawia, że są one bliżej rynku, szczególnie różnych zakresów popytu. Dzięki temu możliwa jest:

- redukcja kosztów transportu,
- szybsze zwiększanie lub zmniejszanie produkcji danego wyrobu,
- ograniczanie kosztów przechowywania wyrobów,
- bardziej trafne określanie zmian w popycie,
- zmniejszanie kosztów ogólnych, co podnosi konkurencyjność,
- rozwijanie możliwości indywidualnego sprawdzania się twórczych i przedsiębiorczych pracowników i kierowników,
- indywidualizowanie kontaktów między pracownikami a klientami,
- kształtowanie reputacji lokalnej,
- kształtowanie lojalności wobec marki⁵³.

W zarządzaniu małym i średnim przedsiębiorstwem istotną rolę odgrywa **indywidualność**. Odróżnia ona MŚP od wielkich, skoncentrowanych, globalnych podmiotów i jest możliwa dzięki opisanym wyżej cechom charakterystycznym decydującym o specyfice działalności rynkowej MŚP. Przejawia się co najmniej w dwóch aspektach. Pierwszym z nich jest indywidualność rynkowa. Zespół cech charakteryzujących MŚP pozwala na indywidualne podejście do potrzeb klienta, który jest w procesie rynkowym kimś wyjątkowym, na którym przedsiębiorstwu szczególnie zależy. Budowanie indywidualności rynkowej jest procesem skomplikowanym, wymagającym znacznej i uniwersalnej wiedzy, jak również wrażliwości kulturowej⁵⁴. MŚP nadają się do

⁵² Por. M. Strużycki (red.), Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem. Uwarunkowania europejskie, Difin, Warszawa 2002, s. 20; E. Więcek-Janka, op. cit., s. 80.

⁵³ Por. M. Strużycki (red.), op. cit., s. 21.

⁵⁴ Por. tamże, s. 58.

tego szczególnie jako podmioty wyrosłe w danych uwarunkowaniach kulturowych i blisko z nimi związane. Wszystko to powoduje, że rozpoznanie popytu, jego struktury i wyróżników, a w konsekwencji także jego zaspokojenie może być o wiele lepsze niż w przypadku dużych, skoncentrowanych, globalnych podmiotów charakteryzujących się masowością zatrudnienia i potokowością produkcji oraz dystrybucji.

Indywidualność w drugim aspekcie dotyczy właścicieli, menedżerów i wykonawców. Z natury rzeczy reprezentować muszą bardziej uniwersalną wiedzę i kompetencje decyzyjne. Z reguły cechuje ich też skłonność do działań przedsiębiorczych. Pojawiające się w małych i średnich przedsiębiorstwach indywidualności menedżerskie oddziałują na innych pracowników, partnerów biznesowych, otoczenie lokalne, zyskują uznanie w zbiorowościach, w których funkcjonują. Indywidualność menedżerska przenosi się z kolei na indywidualność firmy i wywołuje nastawienie przychylności i zainteresowania na danym rynku⁵⁵. Ta indywidualność menedżerska jest istotnym wyróżnikiem w porównaniu do wielkich, skoncentrowanych, globalnych podmiotów, w których menedżerowie i wykonawcy stają się drobnym elementem mechanizmu wielkiej rozpiętości kierowania i rozbudowanych struktur gospodarczych⁵⁶. Umiejętne wykorzystanie indywidualności małych i średnich przedsiębiorstw na różnych obszarach pozwolić może na osiąganie znacznych sukcesów w warunkach rozwiniętej konkurencji rynkowej.

Indywidualność MŚP w różnych wymiarach współgra z faktem, że podmioty te spośród podstawowych strategii konkurencji⁵⁷ realizują zazwyczaj strategię różnicowania czy nisz rynkowych, a rzadziej lub prawie wcale przywództwa kosztowego.

2.2.4. Formy prawne oraz ewidencja w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli

Po scharakteryzowaniu przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, bazującym na pokrywaniu się tej kategorii przedsiębiorstw w znacznym zakresie z rodzinnymi oraz małymi i średnimi, a przed sprecyzowaniem finansowej specyfiki tych podmiotów, należy się odnieść do możliwych form prawnych oraz zakresu ewidencji prowadzonej w tej klasie przedsiębiorstw. Kwestie te są istotne dla problematyki poruszanej w rozprawie z kilku względów.

Po pierwsze przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli są to różne firmy, lecz zazwyczaj małe i średnie, których forma organizacyjno-prawna jest odmienna od

⁵⁵ Por. tamże, s. 59.

⁵⁶ Także z tego powodu w wielkich korporacjach międzynarodowych zaobserwować można ruchy w kierunku decentralizacji i uczynienia z poszczególnych oddziałów podmiotów, które swoją charakterystyką rynkową i menedżerską przypominająby MŚP. Jest to także jedna z przyczyn rozwoju organizowania stosunków biznesowych na zasadzie franszyzy (ang. franchising).

⁵⁷ Wśród podstawowych strategii konkurencji wymienia się zazwyczaj strategię przywództwa kosztowego, strategię dyferencjacji (różnicowania) i strategię nisz rynkowych. Por. M. Porter, *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 1994, s. 54; A. Stabryła, *Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Kraków 2000, s. 61.

tych charakteryzujących duże korporacje.

Po drugie specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli omawiana w tym rozdziale, w szczególności specyfika finansowa związana z trzecią fazą procesu tworzenia wartości przybiera różne formy w zależności od formy prawnej i prowadzonej ewidencji.

Po trzecie jedną z dwóch grup przyczyn wspomnianej finansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli są motywy podatkowe, które z kolei są pochodną formy prawnej i ewidencji podatkowej.

Po czwarte zakres prowadzonej ewidencji księgowej i podatkowej jest kluczową kwestią dla pomiaru wartości – zarówno w odniesieniu do wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, jak i dla konstrukcji właściwego miernika wspomagającego zarządzanie przez wartość w tego typu podmiotach⁵⁸.

Przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli prowadzone mogą być w różnych formach prawnych. W Polsce podmioty gospodarcze prowadzące działalność można podzielić na⁵⁹:

- osoby fizyczne – indywidualni przedsiębiorcy oraz wspólnicy spółek cywilnych;
- osoby prawne – spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, spółki akcyjne, inne podmioty mające osobowość prawną;
- jednostki organizacyjne niemające osobowości prawnej, utworzone zgodnie z przepisami prawa – spółki jawne, spółki partnerskie, spółki komandytowe, spółki komandytowo-akcyjne.

Przedsiębiorca rozpoczynający działalność gospodarczą ma pełną swobodę wyboru formy organizacyjno-prawnej⁶⁰, dlatego też przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli prowadzone mogą być w różnorodnych formach, głównie jako:

- 1) osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą (indywidualny przedsiębiorca);
- 2) spółki cywilne;
- 3) spółki jawne;
- 4) spółki partnerskie;
- 5) spółki komandytowe;
- 6) spółki komandytowo-akcyjne;
- 7) spółki z ograniczoną odpowiedzialnością;

⁵⁸ Odniesienie się do ewidencji zdarzeń gospodarczych jest zatem konieczne w zarządzaniu przez wartość. Wpisuje się to w rozumowanie, zgodnie z którym zarządzać da się tym, co można zmierzyć.

⁵⁹ Por. G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji, CeDeWu, Warszawa 2007*, s. 17.

⁶⁰ Z zastrzeżeniem odrębnych przepisów, które mogą wykluczać daną formę prawną dla danego rodzaju działalności, np. banki mogą być tworzone jako banki państwowe, banki spółdzielcze lub banki w formie spółek akcyjnych. Por. Ustawa Prawo bankowe, z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz. U. 1997 nr 140 poz. 939, z późn. zm., art. 12.

8) spółki akcyjne.

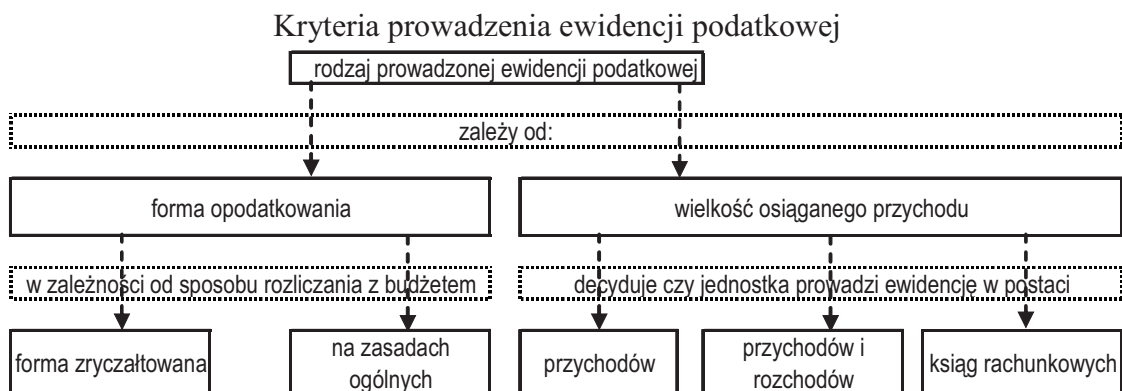
Podmioty z pierwszej i drugiej grupy tworzy się na mocy kodeksu cywilnego⁶¹, a pozostałe uregulowane są w kodeksie spółek handlowych, przy czym podmioty wymienione w punktach 3)-6) są to spółki osobowe, natomiast dwie ostatnie to spółki kapitałowe⁶². Podsumowania charakterystyk tych form organizacyjno-prawnych dokonano w tabeli 2.5.

Z perspektywy celu rozprawy istotny jest zakres ewidencji księgowej i podatkowej prowadzonej w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Jest on bardzo zróżnicowany.

Zgodnie z ustawą o rachunkowości wyróżnić można podmioty gospodarcze zobowiązane do prowadzenia ksiąg rachunkowych i pozostałe. Do pierwszej z wymienionych grup zalicza się jednostki podlegające przepisom ustawy o rachunkowości⁶³. Mniejsze podmioty prowadzące księgi rachunkowe obowiązkowo czy też dobrowolnie, mogą korzystać z pewnych uproszczeń przewidzianych ustawą o rachunkowości. Dotyczą one głównie sprawozdawczości⁶⁴.

Podmioty zwolnione z obowiązku prowadzenia ksiąg rachunkowych prowadzą ewidencję podatkową. Jej rodzaj zależy generalnie od formy opodatkowania (uproszczona lub na zasadach ogólnych) oraz wielkości osiąganego przychodu, przy czym to drugie kryterium decyduje o tym, jak szczegółową ewidencję musi prowadzić jednostka. Zależności te zaprezentowano na poniższym rysunku.

Rysunek 2.3



Źródło: opracowanie własne na podstawie G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 21-22.

⁶¹ Por. Ustawa Kodeks cywilny, op. cit., art. 43¹ i nast., art. 860 i nast.

⁶² Por. Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit., art. 4, § 1.

⁶³ Wspomnieć tu należy zastrzeżenie, iż jednostki sporządzające sprawozdania finansowe zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR), Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej oraz związanymi z nimi interpretacjami ogłoszonymi w formie rozporządzeń Komisji Europejskiej, stosują przepisy ustawy oraz przepisy wykonawcze wydane na jej podstawie, w zakresie nieuregulowanym przez MSR. Por. Ustawa o rachunkowości, op. cit., art. 2, ust. 3.

⁶⁴ Por. T. Kiziukiewicz, K. Sawicki, Rachunkowość małych firm, PWE, Warszawa 1998, s. 7; Ustawa o rachunkowości, op. cit., art. 50, ust. 2, art. 69, ust. 1a, art. 70, ust. 1c.

Tabela 2.5

Charakterystyka form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw w polskim ustawodawstwie

Forma kryterium	Indywidualny przedsiębiorca	Spółka cywilna	Spółka jawna	Spółka partnerska	Spółka komandytowa	Spółka komandytowo-akcyjna	Spółka z o.o.	Spółka akcyjna
Cel zawiązania	dowolne przedsiębiorstwo gospodarcze	dowolne przedsiębiorstwo gospodarcze	przedsiębiorstwo gospodarcze	wykonywanie minimum jednego zawodu wolnego	prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną nazwą	prowadzenie przedsiębiorstwa pod własną nazwą	każdy cel prawnie dopuszczalny	prawo nie określa
Założyciele (wspólnicy)	osoba fizyczna - właściciel	min. 2 osoby fizyczne lub prawne	min. 2 osoby fizyczne lub prawne	min. 2 (włącznie osoby fizyczne)	min. 2, w tym: komplementariusz, komandytariusz	min. 2, w tym: komplementariusz, akcjonariusz	min. 1 (ale nie jednoosobowa spółka z o.o.)	min. 1 (ale nie jednoosobowa spółka z o.o.)
Osobowość prawna	nie ma osobowości prawnej	nie ma osobowości prawnej	nie ma osobowości prawnej	nie ma osobowości prawnej	nie ma osobowości prawnej	nie ma osobowości prawnej	ma osobowość prawną	ma osobowość prawną
Akt założycielski	brak	umowa pisemna, zaświadczenie o wpisie do ewidencji działalności gospodarczej	umowa pisemna dla celów dowodowych	umowa w formie aktu notarialnego	umowa w formie aktu notarialnego	statut w formie aktu notarialnego	umowa w formie aktu notarialnego	statut w formie aktu notarialnego
Minimalny kapitał zakładowy	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	50 000 zł	50 000 zł	50 000 zł	500 000 zł
Minimalna wysokość wkładu lub udziału	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	prawo nie określa	500 zł	1 grosz
Organy	brak	brak	brak (ale umowa może przewidywać zarząd)	brak (ale umowa może przewidywać zarząd)	brak	- walne zgromadzenie; - rada nadzorcza (gdy min. 26 akcjonariuszy)	- walne zgromadzenie wspólników; - rada nadzorcza; - komisja rewizyjna	- walne zgromadzenie akcjonariuszy; - rada nadzorcza; - komisja rewizyjna
Reprezentowanie	właściciel	każdy wspólnik	każdy wspólnik (umowa może przewidywać inaczej)	każdy partner (umowa może przewidywać inaczej)	każdy komplementariusz (umowa może przewidywać inaczej)	każdy komplementariusz (umowa może przewidywać inaczej)	zarząd	zarząd
Podział zysku	cały wypracowany zysk dla właściciela	równy (umowa może przewidywać inaczej)	równy (umowa może przewidywać inaczej)	równy (umowa może przewidywać inaczej)	proporcjonalnie do wkładów (umowa może przewidywać inaczej)	proporcjonalnie do wkładów (umowa może przewidywać inaczej)	w stosunku do udziałów	od wartości akcji (umowa może przewidywać inaczej)
Odpowiedzialność	całym swoim majątkiem osobistym	całym swoim majątkiem, solidarnie z pozostałymi wspólnikami	całym swoim majątkiem, solidarnie z pozostałymi wspólnikami	każdy partner za swoje poczynania	każdy komplementariusz (umowa może przewidywać inaczej)	każdy komplementariusz (umowa może przewidywać inaczej)	spółka do wysokości udziału wspólników oraz majątku spółki	spółka do wysokości majątku

Źródło: G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 18.

Zakres ewidencji podatkowej jest konsekwencją wybranej formy opodatkowania spośród następujących⁶⁵:

- karta podatkowa,
- ryczałt od przychodów ewidencjonowanych,
- na zasadach ogólnych według stawki progresywnej lub stawki liniowej.

Pierwsze dwie to ryczałtowane formy opodatkowania, które związane są z prowadzeniem uproszczonej księgowości oraz ryczałtowanymi stawkami podatku⁶⁶. Wybór formy opodatkowania na zasadach ogólnych wiąże się z decyzją odnośnie księgowości, która może być prowadzona w formie uproszczonej (podatkowa księga przychodów i rozchodów)⁶⁷ lub pełnej. W obu tych przypadkach dochody mogą być opodatkowane według stawki progresywnej albo liniowej. Charakterystyki form opodatkowania podatkiem dochodowym dla różnych podmiotów dokonano w tabeli 2.6.

Wybór co do formy opodatkowania niesie ze sobą konsekwencje w postaci zróżnicowanych obowiązków prowadzenia ewidencji przez podmiot. Zakres obowiązków ewidencyjnych dla poszczególnych form opodatkowania zestawiono w tabeli 2.7.

Niezależnie od zasad opodatkowania podatkiem dochodowym podmioty gospodarcze zobowiązane są do prowadzenia ewidencji wynikającej z przepisów w zakresie podatku od towarów i usług⁶⁸.

W tym miejscu należy zaznaczyć, że konstrukcja mierników w zarządzaniu przez wartość, jak również inne ustalenia poczynione w rozprawie w największym stopniu odnoszą się do podmiotów prowadzących ewidencję w szerokim zakresie, tj. pełną rachunkowość bez żadnych uproszczeń. W wielu miejscach zaznaczono nawet, że specyfika budowy systemów zarządzania przez wartość powoduje, że tradycyjna rachunkowość (czyli w Polsce wynikająca z ustawy o rachunkowości⁶⁹) jest niewystarczająca albo powoduje zniekształcenia. W konsekwencji postuluje się prowadzenie – obok tradycyjnego – dodatkowego systemu ewidencji na potrzeby

⁶⁵ Por. G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, op. cit., s. 21, 94.

⁶⁶ Reguluje je ustawa o ryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, z dnia 20 listopada 1998 r., Dz. U. 1998 nr 144 poz. 930, z późn. zm.

⁶⁷ Aktem prawnym regulującym te kwestie jest Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie prowadzenia podatkowej księgi przychodów i rozchodów, z dnia 26 sierpnia 2003 r., Dz. U. 2003 nr 152 poz. 1475, z późn. zm.

⁶⁸ Kwestie te reguluje ustawa o podatku od towarów i usług, z dnia 11 marca 2004 r., Dz. U. 2004 nr 54 poz. 535, z późn. zm. Por. także G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, op. cit., s. 24 i 151.

⁶⁹ Podobne zarzuty dotyczą rachunkowości wynikającej z Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej.

Charakterystyka form opodatkowania podatkiem dochodowym w Polsce

Kryterium	Podatek od osób fizycznych				Podatek od osób prawnych
	Formy zryczałtowane		Formy zryczałtowane na zasadach ogólnych		
	Karta podatkowa	Ryczałt ewidencjonowany	Podatkowa księga przychodów i rozchodów	Pełna księgowość	
Podmiot opodatkowania (beneficjenci)	Osoby fizyczne, spółki cywilne osób fizycznych	Osoby fizyczne, spółki cywilne osób fizycznych, spółki partnerskie oraz spółki jawne osób fizycznych	Osoby fizyczne, spółki cywilne osób fizycznych, spółki osobowe	Osoby fizyczne, spółki cywilne osób fizycznych, spółki osobowe	Osoby prawne
Stawki opodatkowania	Podatek ustalany jest kwotowo w drodze decyzji urzędu skarbowego. Stawki te nie zależą od osiągniętych dochodów	Stawki uzależnione są od rodzaju działalności gospodarczej, w 2010 r. wynoszą: 20%, 17%, 8,5%, 5,5%, 3%	Stawki progresywne w zależności od wysokości dochodów: 18%, 32% lub stawka liniowa 19%	Stawki progresywne w zależności od wysokości dochodów: 18%, 32% lub stawka liniowa 19%	Stawka liniowa w wysokości 19%
Przedmiot opodatkowania	Ścisłe określone rodzaje działalności gospodarczej, jednak dodatkowo należy spełnić warunki warunkujące wybór tej formy (m.in. limit zatrudnienia)	Dowolna działalność gospodarcza poza określonymi wyłączeniami	Bez ograniczeń	Bez ograniczeń	Bez ograniczeń
Limit przychodów	Bez ograniczeń	Poniżej 150 000 euro	Poniżej 1 200 000 euro	Bez ograniczeń	Bez ograniczeń
Odliczenia	Nie przysługują żadne odliczenia, ani uwzględnianie kosztów prowadzenia działalności gospodarczej poza składkami na ubezpieczenia społeczne	Przysługują odliczenia. Nie można uwzględniać kosztów prowadzenia działalności gospodarczej	Przysługują odliczenia. Można uwzględniać koszty prowadzenia działalności gospodarczej	Przysługują odliczenia. Można uwzględniać koszty prowadzenia działalności gospodarczej	Przysługują odliczenia. Można uwzględniać koszty prowadzenia działalności gospodarczej
Możliwość odliczenia składek na ubezpieczenie zdrowotne	Tak	Tak	Tak	Tak	Tak
Ewidencja podatkowa	Nie występuje	Ewidencja uproszczona: ewidencja przychodów, księga zamówień	Ewidencja uproszczona: podatkowa księga przychodów i rozchodów	Pełna ewidencja: księgi rachunkowe (handlowe)	Pełna ewidencja: księgi rachunkowe (handlowe)
Obowiązek składania deklaracji miesięcznych	Nie	Nie	Tak - deklaracja PIT-5, z wyjątkiem przypadku, gdy wybierze uproszczoną formę opłacania składek	Tak - deklaracja PIT-5, z wyjątkiem przypadku, gdy wybierze uproszczoną formę opłacania składek	Tak - deklaracja PIT-5, z wyjątkiem przypadku, gdy wybierze uproszczoną formę opłacania składek
Deklaracja podatkowa	Nie występuje. Miesięczna kwota zryczałtowana stanowi podatek, a nie zaliczkę. Roczna deklaracja o zapłaconych i odliczonych składkach na ubezpieczenie zdrowotne: PIT-16A	Roczna: PIT-28	Miesięczna: PIT-5, Roczna PIT-36 lub PIT-36L w przypadku podatku liniowego	Miesięczna: PIT-5, Roczna PIT-36 lub PIT-36L w przypadku podatku liniowego	Miesięczna: CIT-2, Roczna: CIT-8

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Wach, Systemy podatkowe krajów Unii Europejskiej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 276-277, G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 23, 94 oraz aktualnych przepisów.

Tabela 2.7

Rodzaje ewidencji dla poszczególnych form opodatkowania

Formy opodatkowania			
Karta podatkowa	Ryczałt ewidencyjny	Zasady ogólne (wg stawek progresywnych lub stawki liniowej)	
		Księga przychodów i rozchodów	Księgi rachunkowe
Ewidencja zatrudnienia	Ewidencja przychodów	Ewidencja przychodów	Ewidencja przychodów
Karty wynagrodzeń pracowników	Karty wynagrodzeń pracowników	Ewidencja zakupów	Ewidencja zakupów
Ewidencja wartości sprzedaży	Wykaz środków trwałych i wartości niematerialnych i prawnych	Ewidencja wydatków (kosztów)	Ewidencja kosztów
Przechowywanie wystawionych rachunków z tytułu sprzedaży	Ewidencja wyposażenia	Karty wynagrodzeń pracowników	Ewidencja rozrachunków z odbiorcami i dostawcami
	Ewidencja dla potrzeb VAT	Ewidencja ilościowo-wartościowa i zużycia (amortyzacji) środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	Ewidencja środków pieniężnych
	Gromadzenie dowodów zakupu towarów, materiałów, wyrobów gotowych	Dodatkowe ewidencje: a) wyposażenia b) przebiegu pojazdu c) sprzedaży d) pożyczek i zastawionych rzeczy e) kupna i sprzedaży wartości dewizowych	Karty wynagrodzeń pracowników
		Ewidencja dla potrzeb VAT	Ewidencja ilościowo-wartościowa i zużycia (amortyzacji) środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych
			Dodatkowe ewidencja: a) przebiegu pojazdu
			Ewidencja dla potrzeb VAT

Źródło: T. Martyniuk, *Formy ewidencji podatkowej małych podmiotów gospodarczych*, ODiDK, Gdańsk 2005, s. 23, za: G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, *Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 22.

zarządzania przez wartość⁷⁰. W odniesieniu do podmiotów, w których ewidencja prowadzona jest w zakresie węższym niż pełna rachunkowość, ustalenia poczynione w rozprawie będą mogły mieć odpowiednio mniejsze zastosowanie. Jest to jednak zrozumiałe, skoro w przedsiębiorstwach opodatkowanych w formie karty podatkowej czy ryczałtu od przychodów ewidencjonowanych utrudnione jest

⁷⁰ Do tego sprowadzają się zalecenia dokonywania szeregu korekt wielkości księgowych. Jeśli bowiem mierniki wartości kreowanej oblicza się tylko raz na rok, to z taką częstotliwością występuje potrzeba dokonywania korekt. Jeśli jednak w systemie zarządzania przez wartość ma się dokonywać stały monitoring osiągnięć, to wspomniane wyżej korekty czynione muszą być w sposób ciągły, co w praktyce przekłada się na konieczność prowadzenia dodatkowego systemu ewidencji na potrzeby zarządzania przez wartość. Więcej na ten temat w rozdziale czwartym.

stosowanie nawet nieskomplikowanych narzędzi tradycyjnej analizy finansowej⁷¹.

2.3. Finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

2.3.1. Przekazywanie wartości właścicielom – spółka giełdowa a przedsiębiorstwo niegiełdowe

Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość związana jest z fazami tworzenia wartości, szczególnie zaś z jego trzecią fazą, czyli przekazywaniem wartości właścicielom (nazywaną też realizacją wartości). Bez zrealizowania tej trzeciej fazy nie można mówić w pełni o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Jak już wspomniano wcześniej, w spółce giełdowej przekazanie wartości akcjonariuszom może się odbyć na dwa sposoby:

- poprzez wypłatę dywidendy dla akcjonariuszy;
- poprzez wzrost wartości rynkowej akcji.

W przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli, które nie jest spółką giełdową, przekazanie wartości właścicielom może się odbyć także na dwa sposoby analogiczne do powyższych, tj.:

- poprzez wypłaty dywidendy albo innego rodzaju wypłaty z zysku – w zależności od formy prawnej podmiotu;
- poprzez wzrost wartości rynkowej kapitału własnego podmiotu – akcji, udziału lub inaczej oznaczonej, w zależności od formy prawnej, własności podmiotu.

Wymienione powyżej dwa sposoby nie zamykają jednak listy sposobów realizacji wartości w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, bowiem możliwy jest także trzeci sposób przekazywania wartości, specyficzny dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Został on w rozprawie nazwany przez-kosztowym przekazywaniem wartości właścicielom.

O pierwszym z możliwych sposobów przekazywania wartości właścicielom mówić można w pełni w przypadku spółek kapitałowych, tj. spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej. W spółce z o.o. każdy wspólnik ma prawo do udziału w zysku wynikającym z rocznego sprawozdania finansowego, który został przeznaczony do podziału uchwałą zgromadzenia wspólników. Warto wspomnieć, że dywidenda w danym roku może być wypłacona nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy, ale także z niepodzielonych zysków z lat wcześniejszych⁷². Istnieje też

⁷¹ Na problemy związane z przeprowadzeniem analizy retrospektywnej w kontekście wyceny przedsiębiorstwa, wynikające z uproszczonych form ewidencji zwraca uwagę U. Malinowska, Dylematy wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2007, s. 73.

⁷² Kwota przeznaczona do podziału między wspólników nie może przekraczać zysku za ostatni rok obrotowy, powiększonego o niepodzielone zyski z lat ubiegłych oraz o kwoty przeniesione z utworzonych z zysku kapitałów zapasowego i rezerwowych, które mogą być przeznaczone do podziału. Kwotę tę należy pomniejszyć o niepokryte straty, udziały własne

możliwość wypłaty zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy⁷³. Podobne prawa przysługują akcjonariuszom spółki akcyjnej, niezależnie od tego, czy jej akcje są notowane na giełdzie⁷⁴.

W innych formach organizacyjno-prawnych działalności gospodarczej właściciele także mają prawo do zysku wypracowanego przez przedsiębiorstwo. Osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą zatrzymuje dochód wypracowany przez jej przedsiębiorstwo. W spółce cywilnej oraz w spółkach osobowych (jawna, partnerska, komandytowa, komandytowo-akcyjna) sposób ustalenia zasad udziału wspólników w zyskach i stratach jest dowolny i wynika z ustaleń zawartych w umowie spółki (spółka cywilna, jawna, partnerska, komandytowa) bądź w statucie (spółka komandytowo-akcyjna), co oznacza, że udział ten może być nierówny. Wspólnicy mogą uzgodnić, że inny będzie ich udział w zyskach, a inny w stratach spółki, ale mogą także udziały te wyrazić w sposób inny niż procentowy, np. poprzez stworzenie algorytmu wyceny pracy wspólników w spółce. Niedopuszczalne jest jedynie wyłączenie wspólnika od udziału w zysku⁷⁵. Zarówno w jednoosobowej działalności gospodarczej osoby fizycznej, w spółce cywilnej, jak i w spółkach osobowych każdy z właścicieli (wspólników) płaci podatek dochodowy od dochodów własnych, w skład których wchodzić może także przekazany mu zysk wypracowany w ramach przedsiębiorstwa prowadzonego jako działalność gospodarcza osoby fizycznej bądź w formie spółki cywilnej czy osobowej.

Drugi z wymienionych sposobów przekazania wartości właścicielom, tj. wzrost wartości rynkowej kapitału własnego, różni się znacząco w przypadku przedsiębiorstwa niegiełdowego od sytuacji spółki giełdowej. O ile w przypadku spółki giełdowej na rynku kapitałowym dokonuje się ciągła wycena akcji, a możliwość realizacji zysku kapitałowego, czyli sprzedaży akcji bez znacznych kosztów i utraty wartości w stosunku do aktualnych notowań, występuje w zasadzie w dowolnym momencie, o tyle w przypadku przedsiębiorstw niegiełdowych występują istotne ograniczenia tego sposobu realizacji wartości, ponieważ:

- kapitał własny nie jest w sposób ciągły wyceniany, zatem nie jest znana jego aktualna wycena rynkowa;
- udział we własności takiego podmiotu jest w konsekwencji dobrem o wiele mniej płynnym niż akcja spółki giełdowej; możliwość sprzedaży prawa

oraz o kwoty, które zgodnie z przepisami lub umową spółki powinny być przekazane z zysku za ostatni rok obrotowy na kapitały zapasowy lub rezerwowe. Por. Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit., art. 192.

⁷³ Jest to możliwe pod pewnymi warunkami. Por. tamże, art. 194-195; G.K. Świdorska, W. Więcław (red.), Sprawozdanie finansowe bez tajemnic, Difin, Warszawa 2006, s. 9-39.

⁷⁴ Por. Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit., art. 347-349.

⁷⁵ Ustalenia te wynikają z zapisów zawartych w kodeksie cywilnym oraz kodeksie spółek handlowych. Por. Ustawa Kodeks cywilny, op. cit., art. 867-868; Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit., art. 51-53, 89, 123, 147.

własności podmiotu oczywiście istnieje, ale przeprowadzenie takiej transakcji wiąże się z reguły ze znacznymi kosztami i upływem czasu, wynikającymi z konieczności znalezienia kupującego, dokonania wyceny przez obie strony transakcji kupna-sprzedaży, negocjacji pomiędzy stronami, ustalenia ceny transakcji, załatwienia formalności itd.; sprzedaż natychmiastowa nie jest w zasadzie możliwa, a szybka sprzedaż (w bardzo krótkim czasie) skutkuje zazwyczaj uzyskaniem niższej ceny niż w przypadku długotrwałego poszukiwania kupującego.

2.3.2. Przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom

2.3.2.1. Istota przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom

W przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli dominuje trzeci sposób przekazywania wartości właścicielom. Ogólnie można go scharakteryzować jako **transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych** lub krócej jako **przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom** czy **przez-kosztowe realizowanie wartości**. Proces ten polega na dokonywaniu przepływów pieniężnych z przedsiębiorstwa do właścicieli, które księgowo wykazywane będą jako koszty⁷⁶.

Wśród głównych przyczyn przez-kosztowego realizowania wartości wymienić można:

- 1) elastyczność stosowania, powiązaną z niewielkim odłożeniem w czasie występowania przepływów pieniężnych;
- 2) motywy podatkowe.

Pierwsza grupa przyczyn odnosi się do faktu, że przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom jest narzędziem bardziej elastycznym w stosowaniu niż wypłata dywidendy⁷⁷, co wiąże się także z czasem, w jakim dane narzędzie można wykorzystać, jak również możliwą częstotliwością wykorzystywania. Elastyczność stosowania jest ważna szczególnie dla przedsiębiorców, którzy cenią sobie niezależność. Przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom pozwala na niemal natychmiastowy transfer wartości z przedsiębiorstwa do właścicieli, czego nie można powiedzieć o dywidendzie⁷⁸. Daje

⁷⁶ Najbardziej pożądaną z punktu widzenia przedsiębiorstwa i jego właścicieli jest sytuacja, w której transfery te są zarówno kosztami księgowymi, jak i kosztami uzyskania przychodu w rozumieniu przepisów podatkowych.

⁷⁷ Spośród wymienionych sposobów przekazywania wartości właścicielom realną alternatywą dla przez-kosztowego przekazywania wartości jest wypłata dywidendy. Stosowanie obu tych rozwiązań nie powoduje utraty własności przedsiębiorstwa. Realne wykorzystanie trzeciej możliwości, czyli zrealizowanie zysku kapitałowego oznacza sprzedaż udziału we własności.

⁷⁸ Przewaga przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom nad wypłatą dywidendy w kontekście elastyczności stosowania odnosi się głównie do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli prowadzonych w formie spółek z o.o. i akcyjnych. Co prawda dywidenda w danym roku, o czym wspomniano wcześniej, może być wypłacona nie tylko z zysku za ostatni rok obrotowy, ale także z niepodzielonych zysków z lat

zatem o wiele większą elastyczność w stosowaniu, jest sposobem prostszym i szybszym niż wypłata dywidendy.

Druga grupa powodów stosowania przez-kosztowego realizowania wartości odnosi się do chęci uniknięcia opodatkowania. Można przy tym stwierdzić, że przez-kosztowy transfer gotówki do właścicieli jest substytutem pierwszego z wymienionych wyżej sposobów realizacji wartości (dywidendy, wypłaty z zysku), z tym że często korzystniejszym podatkowo⁷⁹.

Dla omówienia przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom podzielono analizowane w rozprawie podmioty gospodarcze na dwie grupy:

1) do pierwszej zaliczyć można osobę fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą, spółkę cywilną, spółkę jawną, spółkę partnerską, spółkę komandytową, spółkę komandytowo-akcyjną;

2) do drugiej – spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, spółkę akcyjną.

Kryterium zarysowanego powyżej podziału jest opodatkowanie podatkiem dochodowym od osób prawnych lub fizycznych, a co za tym idzie także krotność opodatkowania podatkiem dochodowym nadwyżki wypracowanej przez przedsiębiorstwo. Generalnie jeśli przedsiębiorstwo z pierwszej kategorii wypracuje nadwyżkę, to kwota ta zanim dotrze do właściciela, któremu przysługuje, musi zostać jeden raz opodatkowana podatkiem dochodowym (podatek dochodowy od osób fizycznych). Jeśli przedsiębiorstwo z drugiej kategorii wypracuje nadwyżkę, to kwota ta zanim dotrze do właściciela, któremu przysługuje, musi zostać dwa razy opodatkowana:

- spółka zobowiązana jest do zapłaty podatku dochodowego (podatek dochodowy od osób prawnych);
- właściciel (udziałowiec, akcjonariusz) zobowiązany jest do zapłaty podatku od otrzymanej dywidendy⁸⁰.

wcześniejszych, istnieje też możliwość wypłaty zaliczki na poczet przewidywanej dywidendy, jednak ten sposób nie daje takiej elastyczności jak przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom (por. Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit., art. 192-195, 347-349). W mniejszym stopniu ta grupa przyczyn dotyczy np. indywidualnego przedsiębiorcy, dla którego wypłaty z zysku i transfer gotówki za pośrednictwem pozycji kosztowych cechują się podobną elastycznością stosowania.

⁷⁹ Warto zwrócić uwagę, że przekazywanie wartości odbywać się może niejako mimochodem, a jedynym faktycznym powodem dokonywania tych transferów może być powód podatkowy, w ramach realizowania podatkowej strategii kosztów wysokich. Por. T. Falencikowski, Zarządzanie podatkami w MSP, w: W. Pluta (red.), *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004, s. 89.

⁸⁰ Dotyczy to osób fizycznych – zgodnie przepisami art. 17 ust. 1 p. 4 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (u.p.d.o.f.) uzyskują oni bowiem przychód z kapitałów pieniężnych. Przychód ten opodatkowany jest 19% zryczałtowanym podatkiem dochodowym (art. 30a ust. 1 p. 4 u.p.d.o.f.). Natomiast do dywidendy wypłacanej osobom prawnym znajdują zastosowanie przepisy art. 22 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (u.p.d.o.p.), według których przychód z tytułu udziału w zyskach osób prawnych opodatkowany jest co do zasady zryczałtowanym 19% podatkiem dochodowym, jednak pod pewnymi warunkami możliwe są zwolnienia (art. 22 ust. 4 u.p.d.o.p.). Por. Ustawa o podatku

Zjawisko to dla właścicieli przedsiębiorstw z drugiej grupy określane jest mianem podwójnego opodatkowania⁸¹. Znane są propozycje rozwiązań, które w założeniu mają doprowadzić do uniknięcia podwójnego opodatkowania w spółkach kapitałowych⁸². W tym ujęciu transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych traktować należy jako próbę uniknięcia opodatkowania wypracowanej przez przedsiębiorstwo nadwyżki podatkiem dochodowym.

Jeśli osobie fizycznej prowadzącej działalność gospodarczą uda się uzyskać pewne przepływy pieniężne z przedsiębiorstwa za pośrednictwem pozycji kosztowych, to przy odpowiedniej konstrukcji tego mechanizmu od tej kwoty w ogóle nie zapłaci podatku dochodowego. Podobnie jest w spółce cywilnej czy spółkach osobowych, bowiem w tych formach działalności podatnikiem podatku dochodowego jest właściciel, który płaci podatek dochodowy od dochodów własnych, w skład których wchodzi także zysk wypracowany w ramach przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo nie płaci osobnego podatku dochodowego od wypracowanego zysku⁸³. Nie ma zatem w tym przypadku mowy o problemie

dochodowym od osób fizycznych, z dnia 26 lipca 1991 r., Dz. U. 1991 nr 80 poz. 350, z późn. zm., art. 17 ust. 1 p. 4, art. 30a ust. 1 pkt 4; Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, z dnia 15 lutego 1992 r., Dz. U. 1992 nr 21 poz. 86, z późn. zm., art. 22.

⁸¹ Por. A. Kaczmarek, Podwójne opodatkowanie w spółce, *Gazeta Finansowa* 16.05.2008; M. Poszwa, *Zarządzanie podatkami w małej i średniej firmie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 30.

⁸² Jedną z nich jest utworzenie spółki komandytowej z takim doбором komplementariuszy i komandytariuszy, który może pozwolić na zachowanie bezpieczeństwa wspólników (komandytariuszy) analogicznie jak w spółce z o.o., przy jednoczesnym osiąganiu takich samych korzyści podatkowych co osoby prowadzące indywidualną działalność gospodarczą. Istotą tej konstrukcji jest utworzenie spółki komandytowej, w której spółka z o.o. jest komplementariuszem, a komandytariuszami (wspólnikami, których odpowiedzialność jest ograniczona do wysokości wniesionych wkładów) są wspólnicy – udziałowcy spółki z o.o. Dzięki temu odpowiedzialność wspólników ograniczona jest do wysokości wniesionych wkładów, a korzyść podatkowa polega na tym, że spółka komandytowa – jako spółka osobowa – nie jest płatnikiem podatku dochodowego od osób prawnych. Unika się w ten sposób podwójnego opodatkowania. Istotnym jest jednak, aby komplementariusz (spółka z o.o.) partycypował w zyskach w minimalny sposób, bowiem jego nadal dotyczy problem podwójnego opodatkowania. Wtedy podwójne opodatkowanie będzie dotyczyło całego zysku w minimalnym zakresie. Por. A. Kaczmarek, op. cit.; D. Bednarski, *Przekształcamy spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością w komandytową*, 01.10.2007, http://h1b.pl/pl/artykuly_podatki.php?artid=688& (dostęp 10.04.2008);

⁸³ W konsekwencji także księgowo w rachunku zysków i strat nie wykazuje się podatku dochodowego płaconego przez właściciela, bowiem zgodnie z art. 42 ust. 1 p. 4 ustawy o rachunkowości w rachunku zysków i strat wykazuje się tylko ten podatek dochodowy, którego podatnikiem jest jednostka. W konsekwencji jedynie w sprawozdaniu finansowym osób prawnych mogą wystąpić podatki dochodowe w pozycji „obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego”. We wszystkich innych jednostkach, w których podatnikami podatku dochodowego są właściciele, wykazywany w sprawozdaniu finansowym zysk (strata) netto jest równy zyskowi (stracie) brutto (o ile nie występują wynikające z odrębnych przepisów inne obciążenia wyniku finansowego). Por. B. Muszyńska, *Przewodnik po znowelizowanej ustawie o rachunkowości*, Usługowy Zakład Rachunkowości Stowarzyszenia Księgowych w

podwójnego opodatkowania, który występuje w spółkach z o.o. i akcyjnych⁸⁴.

W spółkach kapitałowych transfer środków pieniężnych za pośrednictwem kosztów przyczyniać się może do likwidacji problemu podwójnego opodatkowania dochodów właścicieli, a nawet do uniknięcia w ogóle opodatkowania tych środków.

Jako **przykłady przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom** wymienić można:

- 1) wynagrodzenie wypłacane właścicielom za pełnienie określonych funkcji, a także zatrudnionym w przedsiębiorstwie członkom ich rodzin;
- 2) przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo;
- 3) transakcje pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Nie jest to kompletny zbiór wszystkich sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom. Wymienione przykłady mają jedynie ukazać istotę tego mechanizmu. Ponadto możliwości realizowania wartości w każdy z powyższych sposobów są różne w zależności od formy organizacyjno-prawnej, w jakiej prowadzone jest przedsiębiorstwo.

2.3.2.2. Wynagrodzenia właścicieli i ich rodzin

Wynagrodzenia wypłacane właścicielom i członkom ich rodzin są często wykorzystywane do przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, jeśli przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli działa w formie spółki kapitałowej (szczególnie spółki z o.o.). Wtedy jeden z właścicieli może pełnić funkcję prezesa, a inni właściciele funkcje członków zarządu. Wynagrodzenie wypłacane prezesowi i członkom zarządu spółki jest opodatkowane podatkiem dochodowym tylko raz, a kwoty te stanowią jednocześnie przekazanie wytworzonej przez przedsiębiorstwo wartości jego właścicielom. Dla potrzeb identyfikacji przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom wynagrodzenia, o których mowa w tym podrozdziale należy podzielić na dwie części:

- kwotę faktycznego wynagrodzenia za wykonywaną pracę – wyznaczyć ją można odpowiadając na pytanie, jakie wynagrodzenie za wykonanie tej samej pracy otrzymałaby osoba niezwiązana z właścicielami;
- pozostałą część wynagrodzenia, której wysokości nie można uzasadnić wykonywaną pracą – stanowi ona kwotę transferu wartości do właścicieli⁸⁵.

Zgodnie z powyższym rozróżnieniem za przez-kosztowe przekazywanie wartości uznać można różnicę pomiędzy kwotą wypłacaną (bezpośrednio lub pośrednio) właścicielom a kwotą, jaka zostałaby wypłacona z danego tytułu osobie

Polsce, Poznań-Łódź 2001, s. 204; Ustawa o rachunkowości, op. cit., art. 42 ust. 1 p. 4.

⁸⁴ Por. M. Poszwa, op. cit., s. 33.

⁸⁵ Opisane tutaj rozróżnienie nieprzypadkowo wykazuje podobieństwo do koncepcji zysku przedsiębiorcy składającego się z dwóch komponentów: zysku normalnego i zysku nadzwyczajnego (czystego), opracowanej w ramach tradycyjnej teorii przedsiębiorstwa, o której mowa była w rozdziale pierwszym rozprawy.

niepowiązanej z właścicielami. Wyznaczając kwoty wykorzystywane do przez-kosztowego transferu wartości do właścicieli, posłużyć się zatem należy kategorią kosztu alternatywnego⁸⁶.

Możliwość dokładnej specyfikacji tych przepływów i korzyści, jakie może przynieść przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom za pośrednictwem wynagrodzeń zależy od formy zatrudnienia właścicieli jako członków zarządu. Najczęściej spotykane z nich to⁸⁷:

- umowa o pracę zawarta na podstawie Kodeksu pracy;
- umowa menedżerska zawarta na podstawie Kodeksu cywilnego;
- akt powołania sporządzony na podstawie Kodeksu spółek handlowych.

W przypadku umowy o pracę możliwość zaliczenia kosztów wynagrodzeń do kosztów podatkowych zależy nie tylko od formalnej poprawności zawartej umowy w zakresie zgodności z kodeksem spółek handlowych⁸⁸, ale także z kodeksem pracy⁸⁹. Praktycznie każda umowa o pracę zawarta z właścicielami spółki powinna być indywidualnie rozpatrywana przede wszystkim pod kątem podporządkowania ich jako pracowników świadczących pracę na rzecz spółki. W przeciwnym wypadku zasadność zaliczania kosztów wynagrodzeń wypłacanych w oparciu o tę umowę do kosztów podatkowych może zostać zakwestionowana. Natomiast jeśli umowa o pracę z właścicielem jest prawnie skuteczna, właściciel faktycznie wykonuje pracę na rzecz spółki, a otrzymywane wynagrodzenia nie mają charakteru świadczeń jednostronnych, oraz jeżeli istnieje cecha podporządkowania pracodawcy, wypłacone wynagrodzenie będzie stanowić dla spółki koszt uzyskania przychodu⁹⁰. Wtedy

⁸⁶ Analogicznie przepływy do właścicieli dokonywane za pośrednictwem kosztów z innych niż wynagrodzenia tytułów należałoby podzielić na dwie części, posługując się kategorią kosztu alternatywnego, a za przez-kosztowe przekazywanie wartości uznawać różnicę pomiędzy całym przepływem a kosztem alternatywnym. Tak też uczyniono w dalszej części rozprawy.

⁸⁷ Por. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa o pracę, *Biuletyn Rachunkowości* nr 23 z dnia 01.12.2007; M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa menedżerska, *Biuletyn Rachunkowości* nr 24 z dnia 15.12.2007.

Wymienia się także jako formę zatrudnienia właścicieli nieodpłatne pełnienie funkcji członka zarządu w oparciu o przepisy Kodeksu spółek handlowych (k.s.h.), które jednak, ze względu na nieodpłatność, nie może być wykorzystane w przekazywaniu wartości właścicielom.

⁸⁸ Chodzi o zgodność z art. 210 § 1 k.s.h. (dla spółki akcyjnej odpowiada mu art. 379 § 1 k.s.h.), który stwierdza, że w umowie między spółką a członkiem zarządu oraz w sporze z nim spółkę reprezentuje rada nadzorcza lub pełnomocnik powołany uchwałą zgromadzenia wspólników. Por. Ustawa Kodeks spółek handlowych, op. cit.

⁸⁹ Chodzi o zgodność z art. 22 § 1 k.p., według którego przez nawiązanie stosunku pracy pracownik zobowiązuje się do wykonywania pracy określonego rodzaju na rzecz pracodawcy i pod jego kierownictwem. Por. Ustawa Kodeks pracy, z dnia 26 czerwca 1974 r., Dz. U. 1974 nr 24 poz. 141, z późn. zm.

⁹⁰ Por. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa o pracę, *Biuletyn Rachunkowości* nr 23 z dnia 01.12.2007.

wynagrodzenia właścicieli, w części wyznaczonej po odjęciu kosztu alternatywnego, można potraktować jako przez-kosztową realizację wartości.

Właściciel przedsiębiorstwa pełniący funkcję członka zarządu może również wykonywać swoje obowiązki w oparciu o umowę menedżerską. Zaliczana jest ona do tzw. nienazwanych umów o świadczenie usług i stosuje się do niej przepisy kodeksu cywilnego dotyczące umowy zlecenia⁹¹. Wynagrodzenie wypłacane właścicielom spółek z tego tytułu może być formą przekazywania im wartości⁹².

Możliwe jest także powołanie członka zarządu poprzez uchwałę wspólników pod warunkiem, że nie jest to sprzeczne z umową spółki. Jeśli z tytułu sprawowania funkcji (na podstawie powołania) członek zarządu otrzymuje wynagrodzenie, jest to dla niego przychód z działalności wykonywanej osobiście⁹³. Wybór pomiędzy poszczególnymi formami zatrudnienia właścicieli rodzić zatem może różne skutki podatkowe. Nie zmienia to jednak faktu, że wynagrodzenia wypłacone właścicielom stanowią, w części przewyższającej koszt alternatywny, formę przekazania im wartości wytworzonej przez przedsiębiorstwo, a przyczynami jego stosowania mogą być nie tylko motywy podatkowe, ale także elastyczność stosowania powiązana z czasem występowania przepływów pieniężnych.

Odmienne możliwości przekazania wartości właścicielom za pośrednictwem wypłacanych im wynagrodzeń kształtują się w przedsiębiorstwach prowadzonych w innej formie niż spółka kapitałowa. Zgodnie z ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych nie uważa się bowiem za koszt uzyskania przychodu wartości własnej pracy właściciela, jego małżonka i małoletnich dzieci, a w przypadku prowadzenia działalności w formie spółki cywilnej lub osobowej spółki handlowej – także małżonków i małoletnich dzieci wspólników⁹⁴. Oznacza to, że w wymienionych tutaj podmiotach ten sposób transferu środków pieniężnych do właścicieli nie ma przewagi w sensie podatkowym nad wypłatą zysku właścicielom, ponieważ jeśli nie stanowią one kosztu uzyskania przychodu, to oszczędność podatkowa nie występuje. W tym przypadku wynagrodzenie za pracę współmałżonka nie jest dla właściciela przedsiębiorstwa bądź wspólników kosztem

⁹¹ Więcej na ten temat w: A. Grabowska, Menedżer nie korzysta z podatkowych przywilejów, Rzeczpospolita 09.01.2008; P. Sankowski, Menedżerski podatek, <http://www.twoja-firma.pl/pl/arttykul/416.html> (dostęp 30.05.2008).

⁹² Por. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa menedżerska, Biuletyn Rachunkowości nr 24 z dnia 15.12.2007.

⁹³ Zgodnie z Ustawą o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit., art. 13 p. 7.

Warto przy tym zauważyć, że pełnienie funkcji członka zarządu na podstawie dodatkowo zawartej umowy o pracę, umowy zlecenia lub innej umowy o świadczenie usług podlega, co do zasady, ubezpieczeniom społecznym i ubezpieczeniu zdrowotnemu na zasadach ogólnych. Natomiast pełnienie funkcji wyłącznie na podstawie samego aktu powołania nie rodzi obowiązku ubezpieczeń społecznych i ubezpieczenia zdrowotnego. Por. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa o pracę, Biuletyn Rachunkowości nr 23 z dnia 01.12.2007.

⁹⁴ Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit., art. 23 ust. 1 p. 10.

uzyskania przychodu, niezależnie od wysokości tego wynagrodzenia oraz rzeczywistej wartości pracy męża czy żony⁹⁵. Natomiast kosztem podatkowym jest składka na ubezpieczenie społeczne w części zapłaconej przez płatnika, czyli będącego właścicielem współmałżonka⁹⁶. Koszty uzyskania przychodów mogą stanowić również koszty wynagrodzenia pełnoletniego dziecka wspólnika zarówno dla niego samego, jak i dla pozostałych wspólników. Nie uważa się bowiem za koszty podatkowe tylko wynagrodzeń należnych małoletnim dzieciom wspólników⁹⁷.

Z powyższego wynika, że w przypadku przedsiębiorstw nie będących spółkami kapitałowymi przepływy pieniężne związane z wynagrodzeniami wypłacanymi właścicielom i członkom ich rodzin tylko w niewielkim stopniu mogą być zaliczone do kosztów uzyskania przychodu. Oznacza to, że biorąc pod uwagę tylko motywy podatkowe, kwota przekazanej wartości właścicielom poprzez koszty niestanowiące kosztów uzyskania przychodu nie różniłaby się znacznie od kwoty przekazanej wartości poprzez zysk.

Natomiast w odniesieniu do przedsiębiorstw działających w formie spółki kapitałowej o podatkowym umotywowaniu przez-kosztowego przekazywania wartości można mówić także wtedy, gdy wypłacane kwoty nie stanowią kosztów uzyskania przychodu. Podwójne opodatkowanie dochodu właścicieli w tych podmiotach skutkuje tym, że kwota przekazana właścicielom za pośrednictwem kosztów nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów w porównaniu do kwoty przekazanej tylko poprzez zysk jest wyższa. Wartość tej różnicy wynosi:

$$KzPW_{\text{via nKUP}} = T_{\text{dyw}} \times C_{\text{nKUP}} \quad (2.3)$$

gdzie:

$KzPW_{\text{via nKUP}}$ – korzyść z przekazania wartości przez koszty nie stanowiące kosztów uzyskania przychodów;

T_{dyw} – stopa podatku od dochodów z dywidend;

C_{nKUP} – kwota kosztów nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów, poprzez które przekazano wartość właścicielom.

⁹⁵ Zatrudnianie małżonka nie jest konieczne. Może on zostać tzw. osobą współpracującą. Osoba współpracująca nie jest pracownikiem, czyli nie uzyskuje własnych dochodów, lecz uczestniczy niejako w dochodach małżonka prowadzącego działalność. Natomiast właściciel przedsiębiorstwa zobowiązany jest do opłacania składek na ubezpieczenie społeczne i zdrowotne współpracującego małżonka. Por. E. Majewska, A. Kolesnik, Podatki w firmie małżonków, Rzeczpospolita z dnia 11.06.2007; Ustawa o systemie ubezpieczeń społecznych, z dnia 13 października 1998 r., Dz. U. 1998 nr 137 poz. 887, z późn. zm., art. 8 ust. 11.

⁹⁶ Por. E. Majewska, A. Kolesnik, Podatki w firmie małżonków, Rzeczpospolita z dnia 11.06.2007.

⁹⁷ Por. J. Krawczyk, Spółka cywilna – wybrane problemy podatkowe, Doradca Podatnika 48/2004, http://www.e-podatnik.pl/arttykul/doradca_podatnika/3145/Spolka_cywilna_8211_wybrane_problemy_podatkowe.html (dostęp 18.06.2008).

Różnica w ocenie skutków przekazywania wartości właścicielom za pośrednictwem kosztów niestanowiących kosztów uzyskania przychodu w odniesieniu do spółek kapitałowych i pozostałych podmiotów wynika z tego, że dochód właścicieli spółki z o.o. i spółki akcyjnej jest opodatkowany podwójnie, natomiast dochód właścicieli przedsiębiorstw prowadzonych w innej formie prawnej – pojedynczo⁹⁸.

⁹⁸ Zobrazować to można następującym przykładem. Przedsiębiorstwo wypracowało nadwyżkę z działalności na poziomie 10 000 tys. zł. Możliwe są trzy sytuacje w zakresie przekazania wartości właścicielom, które analizowane są w dwóch wariantach uzależnionych od formy organizacyjno-prawnej. Pierwsza z sytuacji charakteryzuje się przekazaniem wartości za pośrednictwem zysku (kolumna b w tabeli 2.8), w drugiej i trzeciej przedsiębiorstwo przekazuje wartość za pośrednictwem kosztów w kwocie 500 tys. zł (w przykładzie – wynagrodzeń dla właścicieli i ich rodzin) z tą różnicą, że w drugiej sytuacji (kolumna c w tabeli 2.8) koszty te stanowią koszty uzyskania przychodów, a w sytuacji trzeciej (kolumna d w tabeli 2.8) koszty te nie są kosztami podatkowymi. W tabeli podano obliczenia kwoty przekazanej właścicielom, przy założeniu opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych stawką 19%, podatkiem od dochodów z dywidend stawką 19%, a w przypadku działalności prowadzonej w formie innej niż spółka kapitałowa – podatkiem dochodowym od osób fizycznych liniową stawką 19%. Założono brak występowania zwolnień, odliczeń, doliczeń i ulg.

Tabela 2.8

Przekazywanie wartości właścicielom przez zysk i przez koszty – przykład liczbowy
(w tys. zł)

Wyszczególnienie	Przedsiębiorstwo nie przekazuje wartości przez wynagrodzenia	Przedsiębiorstwo przekazuje wartość właścicielom przez wynagrodzenia	
		Wynagrodzenie jest KUP	Wynagrodzenie nie jest KUP
a)	b)	c)	d)
w działalności prowadzonej w formie spółki kapitałowej (podwójne opodatkowanie dochodu)			
1) Wypracowana nadwyżka	10 000	10 000	10 000
2) Wartość przekazana przez wynagrodzenia właścicieli	0	500	500
3) Nadwyżka minus wynagrodzenia (zysk brutto) [1] - 2]	10 000	9 500	9 500
4) Stopa podatku dochodowego	19%	19%	19%
5) Podstawa opodatkowania	10 000	9 500	10 000
6) Kwota podatku dochodowego [4] x 5]	1 900	1 805	1 900
7) Zysk netto [3] - 6]	8 100	7 695	7 600
8) Dywidenda	8 100	7 695	7 600
9) Stopa podatku od dywidendy	19%	19%	19%
10) Podatek od dywidendy	1 539	1 462	1 444
11) Wpływ dywidendy do właścicieli [8] - 10]	6 561	6 233	6 156
12) Kwota przekazana właścicielom [11] + 2]	6 561	6 733	6 656
w działalności prowadzonej jako osoba fizyczna lub w formie spółki innej niż kapitałowa (pojedyncze opodatkowanie dochodu)			
13) Nadwyżka minus wynagrodzenia (zysk brutto) [1] - 2]	10 000	9 500	9 500
14) Stopa podatku dochodowego (liniowy)	19%	19%	19%
15) Podstawa opodatkowania	10 000	9 500	10 000
16) Kwota podatku dochodowego [14] x 15]	1 900	1 805	1 900
17) Zysk dla właścicieli [13] - 16]	8 100	7 695	7 600
18) Kwota przekazana właścicielom [17] + 2]	8 100	8 195	8 100

Źródło: opracowanie własne.

Warto pamiętać, że nawet gdy nie ma różnicy pomiędzy przekazaniem gotówki właścicielom przez zysk albo przez koszty (tak jak w sytuacji pojedynczego opodatkowania dochodu właścicieli, gdy koszty te nie są kosztami podatkowymi), to takie przez-kosztowe przekazywanie wartości nadal stanowi transfer środków pieniężnych z przedsiębiorstwa do właścicieli. Identyfikacja takich przepływów jest szczególnie istotna przy wycenie takiego przedsiębiorstwa metodą dochodową, jak również konstrukcji właściwego miernika wartości dla właścicieli⁹⁹.

2.3.2.3. Przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo

Drugi z wymienionych sposobów przez-kosztowego realizowania wartości jest bardzo często spotykany w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli prowadzonych w większości możliwych form organizacyjno-prawnych. Są to transfery, które można określić wspólnym mianem **przenoszenia osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo**. Chodzi o koszty, które przez pracownika najemnego (czerpiącego dochody np. tylko ze stosunku pracy) ponoszone są z dochodu rozporządzalnego i związane są ze zwykłym funkcjonowaniem jego i jego rodziny, a przez właściciela zarządzającego przedsiębiorstwem (np. osobę fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą) ujmowane są w kosztach tego przedsiębiorstwa¹⁰⁰.

Jak widać w tabeli, przekazanie wartości właścicielom za pośrednictwem kosztów (w przykładzie – wynagrodzeń) stanowiących koszty uzyskania przychodów skutkuje wyższą kwotą przekazaną właścicielom zarówno w sytuacji pojedynczego, jak i podwójnego opodatkowania dochodu właścicieli (kolumna c, wiersz 18 oraz 12).

W sytuacji pojedynczego opodatkowania dochodu właścicieli (w działalności prowadzonej jako osoba fizyczna lub w formie spółki innej niż kapitałowa) przez-kosztowe przekazywanie wartości wtedy, gdy wypłacone kwoty nie stanowią kosztów uzyskania przychodów, daje taki sam efekt jak przekazanie wartości za pośrednictwem zysku. Koszty te nie pomniejszają podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym, dlatego też kwota ogółem przekazana właścicielom jest taka sama (wiersz 18, kolumny b i d).

Ciekawe wnioski nasuwa analiza sytuacji podwójnego opodatkowania dochodu właścicieli. Okazuje się bowiem, że przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom może okazać się korzystne nawet w sytuacji, w której koszty te nie będą uznane za koszty podatkowe.

W przykładzie różnica $KzPW_{via\ nKUP}$ (wiersz 12, kolumna b i d) wynosi 95 tys. zł (6 656 – 6 561 tys. zł), co jest zgodne z kwotą wyliczoną według wzoru (2.3) ($19\% \times 500$ tys. zł).

⁹⁹ Więcej na ten temat w rozdziałach trzecim i czwartym.

¹⁰⁰ Najbardziej typowym przykładem tego proceduru jest przenoszenie na przedsiębiorstwo kosztów samochodu używanego zarówno dla celów służbowych, jak i prywatnych. Na przykład mimo, iż w działalności indywidualnego przedsiębiorcy wynagrodzenia wypłacane małżonkowi nie są kosztami podatkowymi, to jeżeli przypisany do małżonka samochód osobowy będzie używany na potrzeby prowadzonej przez spółkę działalności gospodarczej, to wszelkie koszty jego eksploatacji (np. zakup paliwa, wymiana oleju, bieżące naprawy, ubezpieczenie samochodu) mogą zostać zaliczone do kosztów uzyskania przychodów wspólników do wysokości nieprzekraczającej wartości określonej w ewidencji przebiegu pojazdu. Warunkiem zaliczenia tych wydatków do kosztów podatkowych jest oczywiście prowadzenie ewidencji pojazdu. Por. J. Krawczyk, Spółka cywilna – wybrane problemy podatkowe, Doradca Podatnika 48/2004,

Wspomniany sposób przekazywania wartości właścicielom nie jest stricte przepływem pieniężnym z przedsiębiorstwa do właściciela. Jest to raczej świadczenie w naturze. Wartość tego transferu, podobnie jak wszystkich transferów z tej grupy, można wyznaczyć w kategoriach kosztów alternatywnych, odpowiadając na pytanie – jaką kwotę wydałby właściciel ze swojego dochodu rozporządzalnego na realizację określonych czynności (np. użytkowanie samochodu), gdyby nie prowadził własnego przedsiębiorstwa, tylko był pracownikiem najemnym¹⁰¹.

W drugiej grupie sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości umiejscowić można szereg innych pozycji kosztowych, które mogą zostać wykorzystane przez właścicieli do realizowania wartości. Na przykład mimo wspomnianych ograniczeń w uznawaniu za koszty podatkowe wynagrodzeń właściciela i małżonka, wydatki poniesione w związku z podróżami służbowymi współmałżonka zatrudnionego na umowę o pracę, takie jak: diety, noclegi, ryczałty za noclegi, zwrot kosztów używania samochodu na podstawie ewidencji przebiegu pojazdu, są kosztami uzyskania przychodów. Mogą zatem zostać użyte do korzystnego podatkowo przekazania wartości właścicielom¹⁰². Innym przykładem może być zaliczanie opłat za korzystanie z telefonu czy internetu do kosztów działalności przedsiębiorstwa¹⁰³, mimo iż wykorzystuje się je także na prywatne potrzeby¹⁰⁴.

Należy pamiętać o tym, że nie zawsze działania podejmowane w celu przez-kosztowego przekazania wartości właścicielom spotkają się z aprobatą organów skarbowych. Generalnie zastosowanie ma ogólna zasada, że trzeba udowodnić związek ponoszonych wydatków z osiąganymi przychodami. Przykładowo w przypadku wydatków na szkolenie i doszkalać pracowników związek taki można łatwiej wykazać, natomiast w odniesieniu do finansowania kursów i szkoleń osób

http://www.e-podatnik.pl/artukul/doradca_podatnika/3145/Spolka_cywilna_8211_wybrane_problemy_podatkowe.html (dostęp 18.06.2008).

¹⁰¹ Stąd w celu wyznaczenia kwoty przez-kosztowego transferu wartości do właścicieli należałoby koszty z tej grupy (np. użytkowania samochodu) podzielić na dwie części:

- koszty ponoszone w celach służbowych, związane z realizacją czynności niezbędnych do funkcjonowania przedsiębiorstwa – należałoby je wyznaczyć na podstawie szczegółowej ewidencji tych kosztów, a w przypadku braku takiej ewidencji za pomocą jakiegoś klucza podziałowego (który w przypadku samochodu bazować może np. na liczbie przejechanych kilometrów w celach służbowych);
- pozostała część kosztów, której wysokości nie można uzasadnić wykonywaną pracą – stanowi ona kwotę transferu wartości do właścicieli.

¹⁰² Pamiętać należy, że motywy podatkowe to nie jedyna grupa przyczyn stosowania przez-kosztowego realizowania wartości, więc przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo może mieć miejsce nawet w sytuacji braku oszczędności podatkowych.

¹⁰³ Dawniej głównie wśród przedsiębiorców, którzy siedzibę firmy mieli w miejscu swojego zamieszkania, a obecnie dzięki łączności bezprzewodowej także wśród innych przedsiębiorców.

¹⁰⁴ Lista możliwych sposobów jest oczywiście otwarta. Celem autora nie jest wymienienie wszystkich, wiedząc że inwencja zarządzających przedsiębiorstwami w tej kwestii jest ogromna.

współpracujących opinie organów skarbowych są raczej negatywne¹⁰⁵.

2.3.2.4. Transakcje między podmiotami powiązanymi

Trzecia grupa sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom polega na **transakcjach między podmiotami powiązanymi**. Przez-kosztowe realizowanie wartości polegać może na dokonaniu przez przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli transakcji z innym podmiotem, w jakiś sposób powiązany z właścicielami. Może to dotyczyć np. małżonków, którzy mają przecież możliwość zarejestrowania dwóch osobnych przedsiębiorstw. Co więcej, takie dwie firmy mogą bez przeszkód nawiązać między sobą stałą i ścisłą współpracę¹⁰⁶. Takie powiązanie podmiotów może zostać wykorzystane do przez-kosztowego przekazywania wartości¹⁰⁷.

Rozliczenia pomiędzy takimi podmiotami, z racji istnienia pomiędzy nimi powiązań o charakterze rodzinnym¹⁰⁸, mogą być dodatkowo kontrolowane pod kątem wysokości stosowanych cen transferowych¹⁰⁹. Ceny transferowe są to ceny towarów, usług, wartości niematerialnych oraz honorariów stosowane w transakcjach między podmiotami powiązanymi i różniące się od cen wynegocjowanych na wolnym rynku, zawartych w warunkach porównywalnych przez podmioty nie będące podmiotami niepowiązanymi¹¹⁰. W ocenie transakcji pomiędzy podmiotami powiązanymi znajduje zastosowanie zasada dystansu (ang. arm's length principle)¹¹¹, którą można rozumieć jako nakaz ustalania warunków transakcji pomiędzy podmiotami powiązanymi w taki sposób, w jaki zostałyby ustalone pomiędzy

¹⁰⁵ Podać można tu przykłady takich rozstrzygnięć w odniesieniu do kursów, szkoleń, studiów podyplomowych osób współpracujących, dokonanych przez różne urzędy skarbowe, np. Urząd Skarbowy w Kutnie – postanowienie z 19 kwietnia 2007 r., I-415/17/07, Pierwszy Urząd Skarbowy w Koszalinie – interpretacja z 18 listopada 2004 r., PDF II/415-33/2004. Por. E. Majewska, A. Koleśnik, E. Majewska, A. Koleśnik, Podatki w firmie małżonków, Rzeczpospolita z dnia 11.06.2007.

¹⁰⁶ Por. tamże.

¹⁰⁷ Mechanizm ten może wyglądać następująco. Podmiot A, którego właściciele chcą przez-kosztowo realizować wartość zakupując usługi (np. doradcze, informatyczne, pośrednictwa), które realizuje podmiot B – powiązany z właścicielami podmiotu A. Kwoty przekazane podmiotowi B księgowane są w podmiocie A jako koszty usług obcych. W ten sposób kwota, która w księgach wykazana jest w kosztach usług obcych może de facto stanowić wartość przekazaną właścicielom. Tytułem do tego rodzaju mechanizmu mogą być też inne rodzaje kosztów.

¹⁰⁸ Powiązania między podmiotami wymuszające ocenę transakcji pod względem stosowanych cen transferowych wymienione są w art. 11 updop i w art. 25 updof. Jednym z takich powiązań są powiązania rodzinne (ust. 5). Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit.; Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, op. cit.

¹⁰⁹ Por. E. Majewska, A. Koleśnik, Podatki w firmie małżonków, Rzeczpospolita z dnia 11.06.2007.

¹¹⁰ Por. A. Dmowski, Ceny transferowe, Difin, Warszawa 2006, s. 23.

¹¹¹ Tłumaczona także na język polski dosłownie jako zasada długości ramienia. Por. H. Litwińczuk, Prawo podatkowe przedsiębiorców, Wydawnictwo KiK, Warszawa 2000, s. 253; A. Dmowski, op. cit., s. 50.

jednostkami niezależnymi¹¹². Jeśli przedsiębiorstwo powiązane wykaże zaniżony dochód w stosunku do podmiotu, u którego nie występują wskazane zależności, ulegnie on oszacowaniu bez uwzględnienia warunków wynikających z powiązań¹¹³.

Wspomnianą powyżej zasadę dystansu wykorzystać można do wyznaczenia kwoty przez-kosztowego transferu wartości do właścicieli, bowiem jako taką traktować można jedynie wielkość przewyższającą kwotę kosztów wyznaczoną przy użyciu zasady dystansu. Podobnie zatem jak w przypadku innych sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, kwotę kosztów należy podzielić na dwie części:

- kwotę kosztów uzasadnionych warunkami rynkowymi – wynikających z zastosowania zasady dystansu;
- pozostałą kwotę – stanowiącą przez-kosztowy transfer wartości do właścicieli.

Wspomniane powyżej uregulowania w zakresie transakcji pomiędzy podmiotami powiązanymi komplikują z pewnością przekazywanie wartości właścicielom w ten sposób, jednak nie czynią go niemożliwym. Istnienie tych regulacji tworzy pewne warunki brzegowe, które należy spełnić, jednak możliwość przez-kosztowego realizowania wartości za pośrednictwem transakcji z innymi podmiotami niewątpliwie istnieje.

Reasumując rozważania na temat trzech grup sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, stwierdzić należy, że wachlarz możliwości jest dość duży. Jeśli do tego co legalne, doda się działania tylko stwarzające pozory legalności, to stwierdzić trzeba, że możliwości przez-kosztowego realizowania wartości są bardzo duże. Jest to sposób często korzystniejszy podatkowo od wypłat z zysku, dodatkowo dający większą elastyczność stosowania powiązaną z niewielkim odłożeniem w czasie występowania przepływów pieniężnych. Dlatego też jest on często spotykany. Wspomnieć trzeba przy tym, że właściciele przedsiębiorstw wykorzystujących opisane powyżej sposoby do transferowania wartości trzymają je w tajemnicy i nie są skłonni do informowania o tym kogokolwiek. Jest to konsekwencją faktu, że albo balansują oni na granicy legalności, albo nawet jeśli postępują całkowicie w zgodzie z obowiązującym prawem, to uszczuplając wpływy

¹¹² Jest ona zawarta w art. 11 ust. 1 updog i art. 25 ust. 1 updog. Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit.; Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, op. cit.

¹¹³ Aby uniknąć zarzutu organów podatkowych stosowania cen transferowych, podmioty powiązane powinny prowadzić przemyślaną politykę podatkową, uwzględniającą szczegółową dokumentację podatkową, która służyć ma przerzuceniu ciężaru dowodu na organy podatkowe w zakresie wykazania stosowania przez podmioty powiązane cen transakcji odbiegających od poziomu rynkowego. W przypadku podniesienia takiego zarzutu organy podatkowe muszą udowodnić łącznie: występowanie powiązań pomiędzy stronami transakcji, relację, polegającą na ukształtowaniu warunków umowy korzystniejszych od tych, jakie ustaliłyby podmioty niezależne, jak również, że przedmiotowe warunki były wynikiem powiązań między stronami transakcji oraz skutek, który polega na niewykazaniu przez podmiot dochodu lub zadeklarowaniu dochodu mniejszego niż można by oczekiwać podczas takiej transakcji zawartej między podmiotami niepowiązanymi. Por. A. Dmowski, op. cit., s. 21, 33, 47, 112.

do budżetu, nie chcą budzić zainteresowania służb skarbowych i narażać się na uciążliwe kontrole¹¹⁴.

2.4. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale poruszono zagadnienia związane z realizacją celu w postaci zwiększania wartości dla właścicieli w przedsiębiorstwach w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Po przedstawieniu koncepcji zarządzania przez wartość i różnych podejść do wartości przedsiębiorstwa wskazano na fundamentalne z perspektywy rozważań prowadzonych w rozprawie rozróżnienie pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli, łącząc te pojęcia z fazami procesu tworzenia wartości dla właścicieli. Szczególnie podkreślono konieczność uwzględniania w analizie tworzenia wartości trzeciej fazy tego procesu, tj. przekazania wartości właścicielom. Bez dopełnienia tej trzeciej fazy nie można mówić w pełni o tworzeniu wartości dla właścicieli.

W rozdziale zaprezentowano także cechy przedsiębiorstw stanowiących zakres podmiotowy rozprawy. Kluczowym punktem rozdziału drugiego jest scharakteryzowanie specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Dotychczasowa analiza przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nasuwa stwierdzenie, że ich specyfika przejawia się w dwóch płaszczyznach:

- finansowej,
- niefinansowej.

Finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli została opisana powyżej i dotyczy kształtowania przepływów pieniężnych, szczególnie zaś między przedsiębiorstwem a właścicielami – w postaci przez-kosztowego realizowania wartości.

Specyfikę niefinansową tworzy natomiast dążenie przez tego typu podmioty do innych niż reszta przedsiębiorstw celów, takich jak¹¹⁵:

- osiągnięcie samodzielności i niezależności,
- zatrudnienie członków rodziny,
- powiększanie substancji majątkowej rodziny,
- satysfakcja i poczucie samorealizacji właściciela i jego rodziny,
- uzyskanie i zachowanie renomy, szacunku, prestiżu założyciela i właściciela firmy oraz jego rodziny w otoczeniu sąsiedzkim, lokalnym, krajowym, światowym.

Wydaje się, że cele i postulaty zaliczane do niefinansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli ważne są raczej jako przesłanki czy

¹¹⁴ Podkreśla się, że brak wyraźnego oddzielenia majątku osobistego podatnika od majątku przedsiębiorstwa jest źródłem dodatkowego ryzyka w przypadku opodatkowania podatkiem dochodowym od osób fizycznych. Dlatego też przedsiębiorcy nie chcą udostępniać danych na temat stosowanych przez nich sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości. Por. H. Litwińczuk, Prawo podatkowe przedsiębiorców, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2006, s. 147; M. Poszwa, op. cit., s. 47.

¹¹⁵ Opisano je w rozdziale pierwszym rozprawy.

przyczyny założenia biznesu¹¹⁶. Są to również powody, dla których właściciele nie rezygnują z prowadzenia biznesu. Specyfika niefinansowa stanowi zatem swoiste mentalne bariery wyjścia z biznesu dla jego właścicieli.

Powracając do rozważań nad celem przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli prowadzonych na zakończenie rozdziału pierwszego niniejszej rozprawy, stwierdzić należy, że wymienione powyżej przesłanki składające się na niefinansową specyfikę tych podmiotów nie są dobrym długoterminowym celem działalności. Każdy z nich ma w tym kontekście jakąś wadę, z których najczęściej powtarzającą się jest niemożność ich operacjonalizacji, czyli takiego przełożenia na działania operacyjne, aby przesłanki te były przydatne w zarządzaniu strategicznym, taktycznym i operacyjnym.

Celem takim jest natomiast zwiększanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Ma on przy tym tę zaletę, że nastawienie na wartość prowadzi do spełnienia także innych wyżej wymienionych celów przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Zwiększanie wartości w długim okresie oznacza bowiem budowanie długoterminowych relacji, społeczną odpowiedzialność biznesu, przyczynia się do ugruntowania renomy w otoczeniu. Długoterminowe tworzenie wartości dla właścicieli prowadzi do pewniejszych miejsc pracy dla członków rodziny, lepszej sytuacji majątkowej rodziny, zwiększa bezpieczeństwo jej bytu.

Zwiększanie wartości stanowi zatem dobrą funkcję celu dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, a wymienione powyżej cele, stanowiące o niefinansowej specyfice tych podmiotów, sprowadzić można w tym kontekście do warunków ograniczających (brzegowych). Pamiętać przy tym należy, że cel w postaci zwiększania wartości dla właścicieli obejmować musi wszystkie fazy tego procesu, a zatem także ostatnią fazę, tj. przekazanie wartości właścicielom. W tym punkcie przejawia się z kolei finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w postaci przez-kosztowego realizowania wartości.

Niewątpliwie tę specyfikę należy uwzględnić, dokonując pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej. Pomiar ten może być dokonywany z dwóch punktów widzenia. W pierwszym przypadku dokonuje się pomiaru wartości kapitału własnego na dany moment, w drugim – dokonuje się pomiaru wytworzonej wartości w danym okresie. Narzędzia pomiaru wartości w pierwszym przypadku to metody wyceny, natomiast narzędzia pomiaru w drugim przypadku określić można jako mierniki wartości wykreowanej. Narzędzia pomiaru uwzględniające specyfikę analizowanej grupy podmiotów zaprezentowano w dwóch kolejnych rozdziałach – metody wyceny w rozdziale trzecim, a mierniki wartości wykreowanej w rozdziale czwartym.

Ponieważ specyfika ta dotyczy przepływów pieniężnych, wpływać ona będzie szczególnie na wycenę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli metodami dochodowymi. Dlatego też w następnym rozdziale rozprawy skupiono się na wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli właśnie tymi metodami.

¹¹⁶ Wydaje się, że te czynniki motywujące nabierają znaczenia. Por. Entrepreneurship. Creativity at Work, Harvard Business Review 1991, s. 13, za: T. Gruszecki, Współczesne..., wyd. cyt., s. 161-163.

Rozdział III

Specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli a metody ich wyceny

3.1. Uwagi ogólne

Rozdział trzeci jest poświęcony metodyce wyceny nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Metody wyceny są kluczowym elementem koncepcji przyjmującej za cel działalności przedsiębiorstwa zwiększanie wartości dla właścicieli. Wynika to z faktu, że metody wyceny stanowią narzędzia pomiaru wartości kapitału własnego. I choć nie zmierzają one do pomiaru wartości dla właścicieli, to na ich znaczenie wskazuje fakt, że zwiększanie wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym tworzenia wartości dla właścicieli. Poza tym metody wyceny znajdują szerokie zastosowanie nie tylko w ramach zarządzania przez wartość.

Scharakteryzowana w rozdziale drugim finansowa specyfika przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powiązana jest z przepływami pieniężnymi na linii przedsiębiorstwo-właściciele, dlatego też w istotny sposób wpływa na wycenę tych przedsiębiorstw, w szczególności metodami dochodowymi. Jej uwzględnienie jest szczególnie istotne, ponieważ metody wyceny w stosowanej dotychczas ogólnej postaci abstrahują od wspomnianej specyfiki analizowanej kategorii przedsiębiorstw.

Etymologicznie wycena to proces ustalania ceny, czyli wyznaczenia stosunku pomiędzy jednostkami pieniężnymi danej waluty a jednostkami dóbr podlegających wycenie. W innych językach termin ten wiąże się z procesem ustalania wartości, czyli przypisania obiektowi bądź zdarzeniu liczby wyrażonej w mierniku pieniężnym¹. Aspekty te uwzględnili autorzy słownika języka polskiego, definiując wycenę jako „wyznaczanie, określanie ceny na coś, wartości pieniężnej czegoś”². Uogólniając stwierdzić można, że wycena to pomiar wartości.

Wycena przedsiębiorstwa sprowadza się zatem do pomiaru jego wartości³. Dokonując wyceny przedsiębiorstwa, należy przestrzegać następujących zasad:

¹ Znaczenie takie ma np. angielskie słowo valuation, niemieckie – die Bewertung czy francuskie – evaluation. Por. A. Jaki, op. cit., s. 48.

² B. Dunaj (red.), Uniwersalny słownik języka polskiego, Reader's Digest, Warszawa 2007, s. 1257.

³ Według A. Kameli-Sowińskiej „wycena polega na dokonaniu pomiaru wartościowego przedsiębiorstwa i jego składników majątkowych oraz efektów ekonomicznych podjętych decyzji o takim stopniu jakości, który zapewni odbiorcom tych informacji możliwość oceny efektów działań podjętych w przeszłości i wyboru najkorzystniejszego wariantu decyzji w przyszłości” (A. Kamela-Sowińska, op. cit., s. 22). D. Zarzecki zauważa natomiast, że „termin 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” (D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 39).

- należy dążyć do jak największego obiektywizmu wyceny; można to osiągnąć jedynie wtedy, gdy wycena jest oparta na metodach naukowych;
- wycena jest przeprowadzona na dany moment, a jej wyniki nie są dożywotnio prawdziwe i ważne; zarówno otoczenie rynkowe przedsiębiorstw, jak i same przedsiębiorstwa się zmieniają, pojawiają się też o nich różne informacje; aby uwzględnić je w wycenie, należy ją wykonać w różnych scenariuszach;
- wycena wymaga precyzji – w przyjmowaniu realistycznych założeń oraz w rachunku ekonomicznym;
- metodę wyceny należy dobrać do wycenianego przedsiębiorstwa – jego sytuacji, warunków zewnętrznych, celu wyceny;
- wycenę należy odnieść do danych z rynku finansowego – np. porównać z notowaniami podobnych przedsiębiorstw;
- wycena jest niezbędnym narzędziem procesu podejmowania decyzji zarządczych, odpowiedzią na szereg pytań, pojawiających się w trakcie działalności podmiotu; powinna być zatem elementem procesu podejmowania decyzji, aby poznać wpływ tych decyzji na wartość przedsiębiorstwa⁴.

Wyceny przedsiębiorstwa dokonuje się w różnych sytuacjach. Możliwe przesłanki wyceny przedsiębiorstwa⁵ zamieszczono w tabeli 3.1.

Wycena przedsiębiorstwa spełniać może różne funkcje, wśród których wymienić można funkcję doradczą (decyzyjną), argumentacyjną (uzasadniającą), mediacyjną (pośredniczącą), informacyjną (komunikacyjną), zabezpieczającą i zarządczą⁶.

Wspomniana w rozdziale drugim różnorodność w podejściu do wartości przedsiębiorstwa przekłada się na znaczną liczbę metod wyceny, czego konsekwencją jest także występowanie różnych klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstwa. W literaturze niemieckojęzycznej wyróżnia się z reguły pięć grup metod wyceny przedsiębiorstwa:

- majątkowe,
- dochodowe,
- mieszane oparte na wartości średniej,
- mieszane uwzględniające tzw. wartość reputacji,
- inne, w tym porównawcze.

⁴ Por. A. Damodaran, *Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance*, Wiley&Sons, New York 1994, s. 2-4, za: P. Szczepankowski, op. cit., s. 192.

⁵ Określane są one też mianem celów lub motywów przeprowadzania wyceny. Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 188, P. Kossecki, *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008, s. 70.

⁶ Ich omówienie znaleźć można m.in. w: D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 42; P. Szczepankowski, op. cit., s. 191 oraz podanej tam literaturze.

Tabela 3.1

Przesłanki wyceny przedsiębiorstw

Grupa przesłanek wyceny	Okoliczności wyceny
Przesłanki związane z transakcjami kupna-sprzedaży oraz innymi podobnymi prowadzącymi do zmiany właściciela (właścicieli) przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> • kupno-sprzedaż przedsiębiorstw • zaspokajanie roszczeń występujących ze spółki drobnych właścicieli • przejmowanie przedsiębiorstw (w tym leveraged buy-out, management buy-out)
Przesłanki związane z restrukturyzacją przedsiębiorstw (kapitałową, organizacyjną)	<ul style="list-style-type: none"> • fuzje • tworzenie struktur holdingowych • podwyższenie kapitału • ustalanie cen emisyjnych akcji przy ofercie publicznej (ang. going public)
Przesłanki związane z koncepcją zarządzania wartością przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> • planowanie strategiczne • ocena pracy zarządu • tworzenie systemów motywacyjnych i systemów zarządzania zorientowanych na wartość • identyfikacja nośników wartości przedsiębiorstwa
Przesłanki związane z zawieraniem transakcji finansowych – przede wszystkim dotyczących różnych form finansowania przedsiębiorstwa kapitałem obcym	<ul style="list-style-type: none"> • zabezpieczenie zaciągniętych kredytów • sanacja, restrukturyzacja przedsiębiorstw i związana z tym konieczność dokapitalizowania ich
Przesłanki związane z prawem o spadkach i darowiznach oraz prawem rodzinnym	<ul style="list-style-type: none"> • wycena części spadkowych • ustalanie wartości darowizn
Przesłanki związane z wyceną dla celów podatkowych	<ul style="list-style-type: none"> • wycena dla celów podatku majątkowego (np. podatek katastralny) oraz podatków od spadków i darowizn
Przesłanki związane z wymiarem odszkodowań	<ul style="list-style-type: none"> • wymiar odszkodowań przy wywłaszczeniach • wymiar odszkodowań z tytułu ubezpieczeń
Inne przesłanki	<ul style="list-style-type: none"> • wycena spółek giełdowych w celu podjęcia decyzji inwestycyjnej • wykup firm konkurencyjnych w celu ich wyeliminowania z rynku • wycena praw poboru • tworzenie różnych kategorii akcji • ustalenie stawek ubezpieczenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Jaki, Wycena przedsiębiorstwa, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 54; D. Zarzecki, Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 42-46; P. Kossecki, Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008, s. 70.

Klasyfikacje nawiązujące do tego podejścia dominują także w literaturze polskiej⁷. W literaturze amerykańskiej z kolei wyróżnia się z reguły trzy grupy metod wyceny przedsiębiorstwa:

- dochodowe,
- majątkowe,
- porównawcze⁸.

Metody wyceny przedsiębiorstwa grupować można według różnych kryteriów,

⁷ Obszernego przeglądu różnych klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstwa dokonano m.in. w: A. Jaki, op. cit., s. 89-97; B. Nita, op. cit., s. 57-60.

⁸ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 64-85.

takich jak np. kryterium podmiotu wyceny czy kryterium źródła informacji. Z połączenia tych dwóch kryteriów D. Zarzecki stworzył często cytowaną w polskiej literaturze klasyfikację metod wyceny, według której wyróżnia się:

- metody dochodowe,
- metody majątkowe,
- metody mieszane,
- metody porównawcze,
- metody niekonwencjonalne⁹.

Powyższa klasyfikacja obejmuje wszystkie znane metody wyceny, także metody uproszczone, które przez część autorów zalecane są do wyceny małych przedsiębiorstw, a w istocie stanowią bardzo uproszczone odmiany metod dochodowych, porównawczych czy majątkowych lub też kompilacje kilku z nich¹⁰. Autor stoi na stanowisku, że jeśli jest to możliwe należy stosować metody pełne, a metody uproszczone wykorzystywać wyjątkowo, np. w sytuacji, w której potrzebne jest bardzo szybkie i jedynie przybliżone oszacowanie wartości, a okoliczności nie pozwalają na przeprowadzenie pełnej procedury.

Biorąc pod uwagę dokonane w rozdziale drugim rozróżnienie pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli, stwierdzić trzeba, że wszystkie metody wyceny niezależnie od przyjętej klasyfikacji zmierzają do oszacowania wartości kapitału własnego danego przedsiębiorstwa (bezpośrednio) bądź też wartości przedsiębiorstwa i wartości kapitału własnego (pośrednio). Żadna ze znanych metod nie służy do określenia wartości dla właścicieli

⁹ Por. D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 57-58. Stamtąd też pochodzi, chyba najczęściej cytowany w polskiej literaturze dotyczącej wyceny przedsiębiorstwa, schemat klasyfikacji metod wyceny.

¹⁰ Propozycje takich metod uproszczonych podają m.in.: P. Szczepankowski, op. cit., s. 300; P. Ostaszewicz, M. Panfil, *Specyfika wyceny małych przedsiębiorstw*, w: A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999, s. 174.

Przykładowo zaprezentowana tam metoda hybrydowa jest w istocie uproszczoną metodą DCF, przy czym zamiast przepływów pieniężnych używa się zysku przed amortyzacją i odsetkami, poprzez użycie mnożnika zakłada się, że zyski osiągnane będą w tej wysokości w nieskończoność, a stopa dyskontowa wyznaczana jest za pomocą metody składania. Porównując tę metodę z DCF, można zauważyć istotną niekonsekwencję. Polega ona na tym, że w miejscu przepływu pieniężnego podlegającego dyskontowaniu występuje zysk przed odjęciem amortyzacji, jak również odsetek od kapitału obcego, a zatem przynależny wszystkim stronom finansującym, natomiast stopą dyskontową jest ustalony metodą składania koszt kapitału własnego.

Inna proponowana metoda (nadwyżki dochodów nad kosztem kapitału) jest kompilacją podejścia dochodowego, porównawczego oraz majątkowego. Wiele metod zalecanych do wyceny małych przedsiębiorstw to uproszczone metody porównawcze, np. odwołujące się do wartości generowanej przez jednego klienta, często w sposób pośredni (liczba odwiedzin strony w przypadku firm internetowych). Por. D. Zarzecki, *Wybrane problemy wyceny firm medycznych*, w: S. Wrzosek (red.), *Praktyczne aspekty pomiaru efektywności*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu nr 1061, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 462; P. Kossecki, op. cit., s. 93.

danego przedsiębiorstwa¹¹. Metody wyceny służą zatem do oszacowania potencjalnej wartości przedsiębiorstwa przynależnej wszystkim stronom finansującym lub potencjalnej wartości kapitału własnego przynależnej właścicielom, ale przez nich nie zrealizowanej. Tworzenie wartości kapitału własnego jest warunkiem koniecznym tworzenia wartości dla właścicieli w długim okresie, ale nie jest warunkiem dostatecznym.

W niniejszym rozdziale skoncentrowano się na dochodowych metodach wyceny przedsiębiorstwa, ponieważ zarządzanie przez wartość opiera się na koncepcji wartości dochodowej i z niej się wywodzi. To właśnie na dezagregacji dochodowego podejścia do wyceny opiera się większość schematów analitycznych w zarządzaniu przez wartość (np. schemat nośników wartości A. Rappaporta¹²). Poza tym metody dochodowe są uniwersalne, tzn. mogą posłużyć do wyceny jakiegokolwiek podmiotu i obecnie dominują w wycenie przedsiębiorstwa¹³.

3.2. Metody dochodowe

3.2.1. Wybór metod dochodowych służących wycenie niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Podstawowym kryterium podziału dochodowych metod wyceny przedsiębiorstwa jest rodzaj dochodu, na podstawie którego wyznacza się wartość. Przyjmując, że dochodem tym mogą być przepływy pieniężne, dywidendy lub zyski, dokonać można ogólnego podziału metod dochodowych na:

- metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. DCF – discounted cash flow),
- metody zdyskontowanych dywidend,
- metody zdyskontowanych zysków.

Procedura wyceny metodami dochodowymi w ogólnym przypadku jest znana¹⁴. Jednak wycena tymi metodami niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli wymaga uwzględnienia ich specyfiki. Specyfika ta opisana została w rozdziale drugim rozprawy. W szczególności chodzi o specyfikę finansową, która odnosi się do trzeciej fazy procesu tworzenia wartości i polega na przekazywaniu wartości właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych, czyli w sposób odmienny od podstawowych sposobów realizowania wartości w spółkach

¹¹ Wynikają z tego poszukiwania miary wartości dla właścicieli wytworzonej przez przedsiębiorstwo w danym okresie, co jest przedmiotem rozważań w rozdziale czwartym.

¹² Por. A. Rappaport, op. cit., s. 37.

¹³ Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 203.

¹⁴ Proces wyceny przedsiębiorstw metodami dochodowymi, a szczególnie metodami DCF, w ogólnym przypadku jest szeroko omówiony w literaturze, m.in. w: S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit.; A. Damodaran, *Investment Valuation: Second Edition*, John Wiley & Sons, New York 2002.

giełdowych. Metodyka wyceny badanej grupy przedsiębiorstw uwzględniająca tę specyfikę nie była do tej pory prezentowana.

Rozważając wybór metod dochodowych, które mogą być stosowane w wycenie niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, spośród metod szczegółowych zaliczanych do powyższych grup jako najczęściej stosowane i zalecane w literaturze¹⁵ przeanalizowano metody:

- FCFF (ang. free cash flow to firm – przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym),
- FCFE (ang. free cash flow to equity – przepływy pieniężne przynależne właścicielom),
- APV (ang. adjusted present value – skorygowana wartość bieżąca),
- zdyskontowanych dywidend,
- zdyskontowanego zysku ekonomicznego.

Po dogłębnej analizie przydatności tych metod, biorącej pod uwagę możliwość uwzględnienia finansowej specyfiki analizowanych podmiotów, do wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli z dalszych rozważań wykluczono metodę zdyskontowanych dywidend.

Metoda zdyskontowanych dywidend¹⁶ nie jest odpowiednia do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli z kilku powodów. Po pierwsze przedsiębiorstwa te z reguły nie wypłacają dywidendy, będącej podstawą wyceny tą metodą. Po drugie podejście dywidendowe jest przeznaczone do stosowania w ustabilizowanych gospodarkach rynkowych, w których system finansowy skoncentrowany jest w głównej mierze na rynku kapitałowym, a jego

¹⁵ T. Copeland, T. Koller i J. Murrin zalecają stosowanie metod FCFF i zdyskontowanego zysku ekonomicznego. D. Zarzecki zaleca stosowanie, oprócz metody FCFF i FCFE, także metod zdyskontowanych dywidend i zysku ekonomicznego, podkreślając szeroki zakres ich zastosowania w praktyce wyceny. P. Szczepankowski metody FCFF i FCFE uważa za dwie zasadnicze odmiany metod DCF. T. Dudycz i B. Nita uważają metodę FCFF za najbardziej rozpowszechnioną w grupie metod dochodowych. S.Z. Benninga i O.H. Sarig uważają metodę FCFF za mającą najwięcej zwolenników w kręgach akademickich metodę DCF, jednak zalecają też stosowanie metody APV. Metodę APV zalecają w wycenie przedsiębiorstw także m.in. R.B. Brealey i S.C. Myers, T.A. Luehrman i M. Michalski. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 121; D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 111; P. Szczepankowski, op. cit., s. 65; B. Nita, op. cit., s. 79; T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 43; S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 92, 268, 499; R.B. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 713; T.A. Luehrman, *Using APV: A Better Tool for Valuing Operations*, Harvard Business Review, May-June 1997, s. 146; M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 65.

¹⁶ Metoda zdyskontowanych dywidend zakłada, że wartość kapitału własnego wyznaczana jest przez bieżącą wartość wszystkich przyszłych dywidend. Jest ona obecna w literaturze w szczególności w postaci uproszczonych modeli, takich jak model M. Gordona (nazywany też modelem Gordona-Shapiro czy modelem stałego wzrostu dywidendy), model dwu- bądź trójfazowy. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., rozdział 13; P. Szczepankowski, op. cit., s. 223-225; A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998, s. 87; E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996, t. 1, s. 301.

przydatność jest w praktyce ograniczona do stabilnych przedsiębiorstw z ustabilizowaną polityką dywidend, posiadających formę prawną spółek kapitałowych i działających w warunkach rynkowych ułatwiających ustalenie możliwości wzrostu na podstawie ich fundamentalnych wyników¹⁷. Oznacza to, że nawet te niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, które wypłacają dywidendę, nie należą do grona podmiotów, do których podejście dywidendowe byłoby adresowane.

W podejściu dywidendowym przyjmuje się pewne domyślne założenia, które mają swoje konsekwencje w kontekście zakresu podmiotowego stosowania tej metody. Domyślnie zakłada się bowiem, że dywidendy są wypłacane właścicielom, a pozostała część zysku netto jest reinwestowana w przedsiębiorstwie. To założenie rzadko bywa spełnione w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli¹⁸. Występuje bowiem znaczna rozbieżność pomiędzy kwotami dywidendy a kwotami przynależnymi właścicielom. Przyczyny tego zjawiska znane są w odniesieniu do spółek giełdowych¹⁹. W przypadku niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dochodzi do tego jeszcze jedna – w tej grupie podmiotów – najważniejsza przyczyna, którą jest przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom. Skoro metoda zdyskontowanych dywidend zaniżałaby wartość przedsiębiorstw, które akumulują gotówkę i wypłacają zdecydowanie niższe dywidendy niż wynikałoby z FCFE²⁰, to tym bardziej metoda ta nie nadaje się do

¹⁷ Choć teoretycznie można też wycenić tą metodą przedsiębiorstwa, które aktualnie dywidendy nie wypłacają, wycena opiera się przecież na bieżącej wartości przyszłych dywidend. Jednak w tego rodzaju podmiotach utrudnione jest oszacowanie przyszłych parametrów niezbędnych do wyceny. Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 221, 227.

¹⁸ W tym miejscu fakt, iż przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli działają z reguły w formach prawnych, w których nie funkcjonuje pojęcie dywidendy, uznaje się za mniej istotny. Można bowiem zastępując dywidendę wypłatami z zysku, tak zmodyfikować podejście dywidendowe, aby jego zastosowanie do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli było technicznie możliwe.

¹⁹ W odniesieniu do spółek giełdowych stwierdza się, że z reguły nie wypłacają one dywidend na poziomie przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom (FCFE), wskazując na takie przyczyny, jak: niechęć przedsiębiorstw do zmiany poziomu wypłacanej dywidendy, wynikająca z sygnalizacyjnego charakteru dywidendy w odniesieniu do przyszłych perspektyw rozwojowych (jeśli zysk charakteryzuje się dużą zmiennością, rezerwa gotówki pozwala na wygładzenie trendu dywidendy); oczekiwanie przez przedsiębiorstwa poniesienia w przyszłości znacznych nakładów inwestycyjnych; tworzenie rezerwy gotówkowej na trudne do przewidzenia przyszłe potrzeby finansowe; motywy podatkowe; ewentualne ograniczenia wysokości dywidendy narzucone przez dostarczycieli kapitału obcego. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 356; A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1062; B. Nita, op. cit., s. 96.

²⁰ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 330.

Wiele spółek giełdowych zatrzymuje gotówkę, mimo że mogłyby ją wypłacić właścicielom w formie dywidendy. W konsekwencji FCFE w tych spółkach znacznie przewyższa dywidendę i podwyższa stan gotówki. Mimo że żaden z akcjonariuszy nie może mieć roszczeń do tych stanów gotówki, to jednak jest właścicielem jej części. Wycena powinna zatem uwzględniać to prawo własności gotówki. Jednak w metodzie dywidendowej w zasadzie nie uwzględnia się praw właścicieli do zgromadzonych w ten sposób środków pieniężnych i zaniża się wycenę przedsiębiorstw z dużymi i rosnącymi stanami gotówki.

Innym problemem są spółki, które wypłacają o wiele więcej dywidendy niż generują

wyceny podmiotów, które przekazują wartość właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych.

U podstaw podejścia dywidendowego leży założenie, że w długim okresie tylko dywidenda stanowi transfer pieniężny z przedsiębiorstwa do właściciela, który ciągle pozostaje jego właścicielem. Natomiast w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli realizacja wartości odbywa się nie tylko poprzez dywidendę lub podobne wypłaty z zysku, ponieważ istotną rolę odgrywa przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom. W konsekwencji metoda dywidendowa nie jest odpowiednią metodą wyceny takich podmiotów. Nie jest też dobrą metodą szacowania kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, ponieważ właściciele nie budują swoich oczekiwań co do stopy zwrotu generowanej przez przedsiębiorstwo tylko na bazie dywidendy (wypłat z zysku), ale także kwot przekazywanych za pośrednictwem pozycji kosztowych.

Oprócz zastrzeżeń natury merytorycznej, techniczną możliwość stosowania metody zdyskontowanych dywidend (wypłat z zysku) w odniesieniu do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dodatkowo utrudnia konieczność oszacowania przyszłych dywidend lub poziomu zmiennych w uproszczonych modelach dywidendowych i powiązana z tym niemożność zastosowania wypracowanych technik szacowania poziomu poszczególnych zmiennych²¹.

W dalszej części rozprawy przedstawiono metodykę wyceny niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli trzema szczegółowymi metodami DCF, jako że to one właśnie są najczęściej używane i zarazem najbliższe związane z zarządzaniem przez wartość²². Zaprezentowano także procedurę wyceny

wolnych przepływów pieniężnych, często finansując różnicę z nowo zaciągniętego długu lub emisji akcji. Wycena tych przedsiębiorstw metodą dywidendową może generować zbyt optymistyczny szacunek wartości, ponieważ zakłada, że firmy te mogą kontynuować finansowanie dywidendowego deficytu ze źródeł zewnętrznych aż do nieskończoności. Por. A. Damodaran, *Damodaran on Valuation: Second Edition*, manuscript, rozdział 5, s. 17-18, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dam2ed.htm (dostęp 10.07.2007).

²¹ Na przykład wśród wypracowanych technik wyznaczania stopy wzrostu dywidend (g) w modelu M. Gordona wymienia się bazowanie na danych historycznych, model wzrostu zysków niepodzielonych (wzrostu fundamentalnego) oraz wykorzystanie prognoz analityków (por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 255-260). Wykorzystanie pierwszej z nich w odniesieniu do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli może być problematyczne z uwagi na fakt, iż w przypadku podmiotów niegiełdowych nie ma mowy o sygnalizacyjnym charakterze dywidendy, dlatego też brak jest imperatywu, który nakazywałby tym firmom prowadzenie polityki ustabilizowanej dywidendy (wypłat z zysku). W konsekwencji wypłaty z zysku mogą się charakteryzować dużą zmiennością. Zastosowanie modelu wzrostu fundamentalnego jest o tyle problematyczne, że omawiane podmioty z reguły nie spełniają założeń tego modelu (por. tamże, s. 258). Natomiast wykorzystanie prognoz analityków nie jest z reguły możliwe, ponieważ nie są one sporządzane dla przedsiębiorstw niegiełdowych.

²² Zaprezentowane metody szczegółowe potraktować można jako przykład uwzględnienia specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w wycenie, który może być zaadaptowany na potrzeby innych, mniej znanych i rzadziej stosowanych, metod szczegółowych.

przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego jako reprezentanta grupy metod zdyskontowanych zysków. Jej przedstawienie ma także wskazać na związek pomiędzy wartością a miernikami opartymi na zysku ekonomicznym²³.

3.2.2. Etapy wyceny

Proces wyceny dochodowej przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli obejmuje takie same etapy, jak w przypadku wyceny innych rodzajów przedsiębiorstw²⁴.

Etap I (analiza otoczenia przedsiębiorstwa) ma pomóc w skonstruowaniu jak najbardziej realistycznych sprawozdań finansowych pro forma (modelu finansowego) danego podmiotu. Mogą też z niego wynikać założenia różnych możliwych scenariuszy²⁵.

W ramach etapu II wykorzystując znajomość otoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa oraz po przeprowadzeniu szczegółowej analizy operacyjnych i finansowych perspektyw firmy należy zbudować model opisujący w sprawozdaniach finansowych pro forma działalność przedsiębiorstwa w przyszłości (model finansowy). Etap ten w przypadku wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli ma swoją specyfikę. Tworząc sprawozdania finansowe pro forma i analizując dane finansowe wycenianego przedsiębiorstwa, należy **wyodrębnić z kosztów kwoty, które zakwalifikować można do przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.**

Bardzo ważne na tym etapie jest:

- określenie długości okresu szczegółowej prognozy²⁶,

²³ Omówiono je w rozdziale czwartym.

Dla zachowania jasności wywodu zawartego w kolejnych podrozdziałach poczyniono założenie, że odnosi się on do wyceny dokonywanej dla prognozy przeprowadzonej w ujęciu rocznym. Stąd mowa jest np. o ostatnim roku okresu szczegółowej prognozy. Wywód ten odnosi się oczywiście także do wyceny przygotowywanej na podstawie prognozy opracowanej w ujęciu kwartalnym czy miesięcznym. Zastosowane podejście wymagałoby wtedy jedynie niewielkiej modyfikacji.

²⁴ Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 86-94.

²⁵ Literatura na temat analizy otoczenia przedsiębiorstwa jest bogata, jest to bowiem niezbędny element analizy strategicznej, analizy fundamentalnej. Por. G. Gierszewska, M. Romanowska, Analiza strategiczna przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 1999, s. 35-137; Strategor, Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość, PWE, Warszawa 1999, s. 25 i dalsze; W. Frąckowiak (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998, s. 201; A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001, s. 259.

²⁶ Okres szczegółowej prognozy powinien obejmować okres przewagi konkurencyjnej. Jako dwie ogólne metody wyznaczania okresu przewagi konkurencyjnej, a zatem także okresu szczegółowej prognozy, co oddziałuje zarazem na wartość rezydualną, wymienia się określenie okresu przewagi sugerowanego przez rynek kapitałowy oraz opracowywanie scenariuszy. W odniesieniu do niegieldowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli

- podjęcie decyzji o modelowaniu wielkości ekonomicznych w ujęciu nominalnym albo w ujęciu realnym²⁷.

Model finansowy powinien się składać co najmniej z rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych oraz bilansu:

- rachunek zysków i strat – w oparciu o wypracowane założenia należy zaprognozować wszystkie istotne pozycje rachunku zysków i strat (w szczególności przychody i koszty działalności operacyjnej);

- zapotrzebowanie na kapitał obrotowy – w oparciu o wypracowane założenia zaprognozować należy zapotrzebowanie na kapitał obrotowy; w szczególności w oparciu o zakładane wskaźniki rotacji zaplanować należy stan zapasów, należności (handlowych, publicznoprawnych) oraz zobowiązań (handlowych, wobec budżetu, wobec pracowników); zmiana stanu składników kapitału obrotowego powinna zostać uwzględniona w rachunku przepływów pieniężnych;

- rachunek przepływów pieniężnych:

- a) przepływy z działalności operacyjnej powinny być spójne w szczególności z założeniami prognostycznymi rachunku zysków i strat oraz zapotrzebowania na KON;

- b) przepływy z działalności inwestycyjnej należy zaprognozować w oparciu o przewidywany program inwestycyjny, harmonogram realizacji inwestycji; przewidzieć należy także inwestycje odtworzeniowe konieczne do odnowy majątku;

- c) przepływy z działalności finansowej – spójne z założeniami dotyczącymi finansowania przedsiębiorstwa (koszty odsetkowe uwzględnione także w rachunku zysków i strat);

zastosowana może zostać jedynie ta druga metoda. Powinien także korespondować ze strategią firmy, obejmować wszystkie fazy cyklu życia przedsiębiorstwa, przynajmniej do fazy dojrzałości oraz cały cykl koniunkturalny sektora. Kluczowym jest określenie momentu, w którym wyceniane przedsiębiorstwo przejdzie z fazy szybkiego wzrostu do fazy umiarkowanego wzrostu bądź stabilizacji – poza innymi korzyściami takie ujęcie ułatwia także szacowanie wartości rezydualnej. Należy pamiętać, że im dłuższy okres szczegółowej prognozy, tym mniejszy wpływ wartości rezydualnej na ostateczną wycenę. Z drugiej strony im dłuższy okres szczegółowej prognozy, tym większa trudność prognozowania, tym mniejsze zatem prawdopodobieństwo ziszczenia się tych długoterminowych prognoz. Por. R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2005, s. 68-73; A. Rappaport, op. cit., s. 48; W. Frąckowiak (red.), *Fuzje...*, wyd. cyt., s. 201; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 267.

²⁷ Kluczowym jest konsekwentne traktowanie inflacji w analizie. Do przekształceń stóp procentowych z realnych (k_r) na nominalne (k_n) i odwrotnie stosować należy wzór Fischera (i – stopa inflacji):

$$(1 + k_n) = (1 + k_r) \times (1 + i) \quad (3.1)$$

Por. K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 44; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 368-370; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 139.

d) ostatnia pozycja rachunku przepływów pieniężnych to stan gotówki na koniec okresu (stan na początek okresu + przepływy pieniężne netto) – przedsiębiorstwo musi w całym okresie analizy utrzymać płynność finansową (stan gotówki na koniec okresu musi być dodatni);

- bilans – poszczególne pozycje muszą być zaprognozowane w zgodzie z przyjętymi założeniami, w szczególności środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne spójne z założeniami dotyczącymi nakładów inwestycyjnych i amortyzacji, aktywa obrotowe i zobowiązania nieodsetkowe spójne z zapotrzebowaniem na KON, kapitał własny – z założeniami co do wkładu własnego oraz polityki dywidend, kapitały obce odsetkowe – ze strukturą i warunkami kredytowania, jak również innego finansowania obcego;

- w proponowanym schemacie analitycznym parametrem domykającym model jest gotówka – stan gotówki na koniec okresu z rachunku przepływów pieniężnych jest wprowadzony do bilansu w pozycji inwestycje krótkoterminowe²⁸.

Etap III procesu wyceny sprowadza się do wyznaczenia – w zależności od metody szczegółowej – wartości przedsiębiorstwa, a następnie wartości kapitału własnego lub bezpośrednio wartości kapitału własnego na podstawie prognozowanych wyników finansowych. Polega to na oszacowaniu na podstawie danych zawartych w sprawozdaniu finansowym pro forma odpowiedniej kategorii dochodów, które podlegać będą dyskontowaniu odpowiednią stopą dyskontową odzwierciedlającą ryzyko²⁹. Szczegółowe definicje dochodów podlegających dyskontowaniu oraz odpowiednich dla nich stóp dyskontowych różnią się w zależności od przyjętej szczegółowej metody wyceny.

Ponieważ szczegółowa prognoza obejmuje zazwyczaj tylko kilka lat, w wycenie należy uwzględnić wartość przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy. Dokonuje się tego, dołączając do prognozy **wartość końcową (wartość rezydualną)** jako ostatni dyskontowany dochód. Zazwyczaj wartość rezydualna odzwierciedla zdolność firmy do generowania dochodów po okresie szczegółowej prognozy (w przypadku założenia kontynuacji działalności) lub też jej wartość likwidacyjną po okresie szczegółowej prognozy (w przypadku założenia braku kontynuacji działalności).

Etap ten wieńczy wycena przedsiębiorstwa, która polega na zdyskontowaniu określonych dochodów generowanych przez przedsiębiorstwo odpowiednią stopą dyskontową. Punktem dojścia na tym etapie powinno być ustalenie wartości kapitału własnego.

²⁸ Opisana tutaj technika budowy sprawozdania finansowego pro forma nie jest oczywiście jedyną. Inne techniki planowania finansowego opisane są między innymi w: S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 119-147; S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, op. cit., s. 105-135; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., s. 65-98.

²⁹ Ten sam model finansowy przedsiębiorstwa może być źródłem danych w wycenie metodami DCF czy metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego.

Etap IV polega na dokonaniu wyceny inną metodą niż metody dochodowe. Zaleca się wykorzystanie metod porównawczych. Istotnym jest, aby znaleźć punkt odniesienia dla wyceny metodą dochodową. Na tym etapie chodzi przynajmniej o to, aby potrafić wyjaśnić różnice pomiędzy wycenami tego samego przedsiębiorstwa dokonanymi różnymi metodami.

Etap V obejmuje interpretację wyników wyceny. Musi ona być ściśle powiązana z celem dokonywanej wyceny. Znaczenie otrzymanych szacunków wartości jest różne w zależności od przesłanki, dla której dokonywana była wycena, jest ona bowiem odpowiedzią za każdym razem na inne pytanie.

Jak już wspomniano, szczegółowe definicje przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu oraz stóp dyskontowych różnią się w zależności od stosowanej metody. W dalszej części przedstawiono metodykę wyceny niegieldowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli, obejmującą kilka wybranych metod szczegółowych.

3.2.3. Wpływ finansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli na ich wycenę metodami dochodowymi

Generalną zasadę pozwalającą uwzględnić finansową specyfikę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w wycenie metodami FCFF, FCFE i APV, a także zdyskontowanego zysku ekonomicznego sformułowano w rozprawie następująco: kwoty wykazywane w kosztach, które w istocie służą do przekazania wartości właścicielom nie powinny być odejmowane w trakcie kalkulacji odpowiednich przepływów pieniężnych czy też zysku ekonomicznego. Zatem aby wyznaczyć dochód, który ma zostać poddany dyskontowaniu, należy dokonać **rekonstrukcji strumieni odpowiednich przepływów pieniężnych czy zysków ekonomicznych do poziomów, jakie przyjmowałyby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.**

Wprowadzenie niniejszej generalnej zasady pozwalającej uwzględnić specyfikę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w wycenie metodami dochodowymi uzasadnić można następująco. W metodach DCF przyjmuje się domyślne założenie, że przepływ pieniężny podlegający dyskontowaniu jest przekazywany grupie, której przynależy. W formule obliczeniowej każdego przepływu pieniężnego podlegającego dyskontowaniu występuje różnica pomiędzy przychodami a kosztami działalności operacyjnej. Jeśli w przedsiębiorstwie występuje przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom, oznacza to, że kwoty ujęte w kosztach działalności operacyjnej w pewnej części nie stanowią de facto kosztów działalności, tylko odzwierciedlają wartość przekazaną właścicielom, a faktyczne koszty działalności operacyjnej są mniejsze.

Obliczanie przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu z wykorzystaniem kosztów działalności operacyjnej, opierających się na danych księgowych bez zastosowania sformułowanej powyżej generalnej zasady, stałoby w sprzeczności z domyślnym założeniem, zgodnie z którym przepływ pieniężny

podlegający dyskontowaniu jest przekazywany grupie, której przynależy. Prowadziłoby to bowiem do umniejszenia faktycznego przepływu, który powinien zostać zdyskontowany o kwoty przekazane właścicielom w ramach przez-kosztowej realizacji wartości.

Przytoczone domyślne założenie metod DCF jest bardzo istotne, gdyż to właśnie konsekwencją przyjęcia tego założenia jest m.in. fakt, że w kalkulacji przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu nie odejmuje się wypłaconych dywidend, które stanowią przecież kwoty przekazane właścicielom. W tej sytuacji niekonsekwencją byłoby odejmowanie w kalkulacji przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu kwot przekazanych właścicielom za pośrednictwem pozycji kosztowych oraz nieodejmowanie kwot przekazanych właścicielom poprzez dywidendy.

Zatem zgodnie z proponowaną w rozprawie procedurą, przystępując do wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą dochodową, należy:

- analizując historyczne dane księgowe, zidentyfikować wśród nich kwoty ujęte w kosztach, stanowiące w istocie przekazanie wartości właścicielom;
- w danych prognostycznych na potrzeby wyceny należy wyraźnie oddzielić koszty niezbędne do działalności podmiotu od kwot w pozycjach kosztowych wykorzystywanych do przekazywania wartości właścicielom;
- obliczając przepływy podlegające dyskontowaniu, nie podstawiać mechanicznie za koszty operacyjne wszystkich kosztów, a tylko te, które wynikają z normalnej działalności podmiotu; nie należy zatem w tej pozycji odejmować kwot ujętych w pozycjach kosztowych, a wykorzystywanych do przekazywania wartości właścicielom.

Pozostaje oczywiście kwestia zidentyfikowania tych pozycji kosztowych. W rozdziale drugim jako przykłady przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom wymieniono:

- 1) wynagrodzenie wypłacane właścicielom za pełnienie określonych funkcji, a także zatrudnionym w przedsiębiorstwie członkom ich rodzin;
- 2) przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo;
- 3) transakcje pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Zidentyfikowanie kosztów służących przekazywaniu wartości wymaga specjalnego podejścia, wykorzystującego kategorię kosztu alternatywnego. W odniesieniu do pierwszej z wymienionych powyżej grup, zidentyfikowanie wynagrodzeń właścicieli i ich rodzin w systemie finansowo-księgowym nie nastęrcza trudności. Jednak w proponowanej procedurze chodzi o podzielenie tych wynagrodzeń na dwie części:

- część odpowiadającą wynagrodzeniu za faktycznie wykonaną przez właściciela lub członka jego rodziny pracę,
- pozostałą część stanowiącą transfer wartości z przedsiębiorstwa do właścicieli.

W przypadku przenoszenia przez właściciela osobistych kosztów utrzymania

na przedsiębiorstwo zidentyfikowanie pozycji, które mogą zostać zakwalifikowane jako przez-kosztowe przekazywanie wartości wymagałoby prowadzenia szczegółowej ewidencji. Przykładowo w przypadku najpopularniejszego w tej grupie użytkownika samochodu firmowego także w celach prywatnych, należałoby na podstawie ewidencji rozdzielić koszty związane z wykonywaniem obowiązków służbowych od kosztów pozostałych.

Jeśli chodzi o przekazywanie wartości właścicielom przy użyciu transakcji pomiędzy podmiotami, to koszty w przedsiębiorstwie, które przekazuje w ten sposób wartość właścicielom, powinny zostać podzielone na dwie części:

- faktyczny koszt danej transakcji,
- pozostałą część służącą realizacji wartości przez właścicieli.

Opisane powyżej zalecenia dotyczą traktowania w wycenie przepływów pieniężnych będących efektem przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom. Warto zauważyć, że szczególnie w przypadku mniejszych podmiotów wystąpić może także sytuacja odwrotna.

Na przykład w przypadku wynagrodzeń właścicieli polegałaby ona na tym, że właściciel wykonujący w przedsiębiorstwie prace nie pobiera za nie wynagrodzenia, które obciążałoby koszty działalności operacyjnej, a środki pieniężne z przedsiębiorstwa otrzymuje jedynie za pośrednictwem wypłat z zysku (odpowiadających wypłacie dywidendy w spółkach kapitałowych). Jest to dość częsta sytuacja szczególnie w mniejszych przedsiębiorstwach prowadzonych w mniej skomplikowanych formach organizacyjno-prawnych. Wtedy mechaniczne skorzystanie z danych księgowych, nieuwzględniające opisanego powyżej faktu w wycenie takiego przedsiębiorstwa, skutkowałoby przeszacowaniem jego wartości³⁰.

Dlatego też w wycenie takiego podmiotu zysk operacyjny³¹, czyli różnicę między przychodami a kosztami działalności operacyjnej, w których nie ujęto żadnych wynagrodzeń dla pracującego w przedsiębiorstwie właściciela (a także członków jego rodziny), należy pomniejszyć o hipotetyczne wynagrodzenie, jakie otrzymywaliby oni, nie dzierżąc własności. To hipotetyczne wynagrodzenie powinno bazować na roli, jaką odgrywają oni w przedsiębiorstwie, zadaniach jakie wykonują, a punktem odniesienia powinien być koszt, jaki należałoby ponieść, aby zatrudnić pracowników, którzy wykonywaliby te same zadania³². Tak skorygowany zysk

³⁰ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 672.

³¹ Zysk operacyjny jest składową formuły na FCFF, FCFE, jak również na zysk ekonomiczny, zatem zalecana tutaj korekta dotyczy w równej mierze każdej z omawianych metod wyceny.

³² Podkreślić należy, że powyższa korekta dotyczy sytuacji, w której właściciele i członkowie ich rodzin wykonują określoną, wymierną pracę w przedsiębiorstwie i nie pobierają za to wynagrodzenia, które obciąża koszty. Nie powinna ona być mylona z praktyką „fikcyjnego” zatrudniania w przedsiębiorstwie członków rodzin właścicieli (przy czym fikcyjność jest rozumiana tutaj jako formalne zatrudnienie na pewnym stanowisku osoby, która jednak nie świadczy pracy, tylko pobiera wynagrodzenie), co służyć ma przez-kosztowemu przekazywaniu wartości.

operacyjny może zostać użyty w wycenie zarówno metodą FCFF, FCFE, APV, jak i zdyskontowanego zysku ekonomicznego.

Warto zauważyć, że prezentowana w kolejnych podrozdziałach metodyka wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli różnymi metodami dochodowymi uwzględnia możliwość wystąpienia powyższej sytuacji. Wymaga jedynie ujęcia odpowiednich kwot z właściwym znakiem (w poszczególnych formułach szczegółowych – dodanie kwot transferu wartości z przedsiębiorstwa do właścicieli i odjęcie kwot stanowiących „transfer” w przeciwnym kierunku).

Zaprezentowana w dalszej części rozprawy metodyka wyceny niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli dotyczy czterech metod szczegółowych:

- metody FCFF (przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym),
- metody FCFE (przepływy pieniężne przynależne właścicielom),
- metody APV (skorygowana wartość bieżąca),
- metody zdyskontowanego zysku ekonomicznego.

3.2.4. Metoda FCFF w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Pierwsza z prezentowanych metod szczegółowych to przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym (ang. FCFF – free cash flow to firm)³³. Jest to metoda DCF mająca najwięcej zwolenników w kręgach akademickich³⁴.

W tej metodzie przepływy podlegające dyskontowaniu to przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym, a zatem zarówno dawcom kapitału obcego, jak i dawcom kapitału własnego. Przepływy te dyskontuje się średnim ważonym kosztem kapitału (ang. WACC – weighted average cost of capital)³⁵. W

³³ Inne nazwy stosowane do określenia tego podejścia to: wycena sekwencyjna, FCF (ang. free cash flow), wolne przepływy pieniężne dla całej firmy lub dla wszystkich stron wnoszących kapitały, podejście od strony kosztu kapitału (ang. cost of capital approach). Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 94; B. Nita, op. cit., s. 79; P. Szczepankowski, op. cit., s. 65, 74; T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 41, 42, 57; A. Damodaran, Damodaran on Valuation..., wyd. cyt., rozdział 6, s. 1.

B. Nita używa polskiego pojęcia przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym do określenia metody Ardittiego-Levy’ego, określanej przez niego angielskim skrótem CCF (ang. capital cash flow), którą z kolei T. Dudycz oznacza jako FCC (ang. free cash flow to capital). W niniejszej rozprawie przyjęto określenie tej metody za D. Zarzeckim. Por. D. Zarzecki, Metody..., wyd. cyt., s. 125; B. Nita, op. cit., s. 85; T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 42.

³⁴ Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 92.

³⁵ W pracy przyjęto, że pod pojęciem średniego ważonego kosztu kapitału (WACC) rozumie się średni ważony koszt kapitału po opodatkowaniu – w formule na jego szacowanie używa się kosztu kapitału obcego pomniejszonego o efekt tarczy podatkowej – $k_{KO}(1-T)$. Niekiedy używa się także średniego ważonego kosztu kapitału przed opodatkowaniem, w obliczaniu którego nie pomniejsza się kosztu kapitału obcego o efekt tarczy podatkowej (k_{KO}). W rozprawie średni ważony koszt kapitału przed opodatkowaniem oznaczono skrótem $WACC_{BT}$ (ang. weighted average cost of capital before tax). W metodzie FCFF poprawne

podejściu tym najpierw wycenia się wartość całego przedsiębiorstwa, a potem od wartości przedsiębiorstwa odejmuje się wartość kapitału obcego, aby otrzymać wartość kapitału własnego. Wartość przedsiębiorstwa oblicza się zgodnie z wzorem:

$$W_P = W_{CF} + W_{RV} + W_{AN} \quad (3.2)$$

gdzie:

W_P – wartość przedsiębiorstwa,

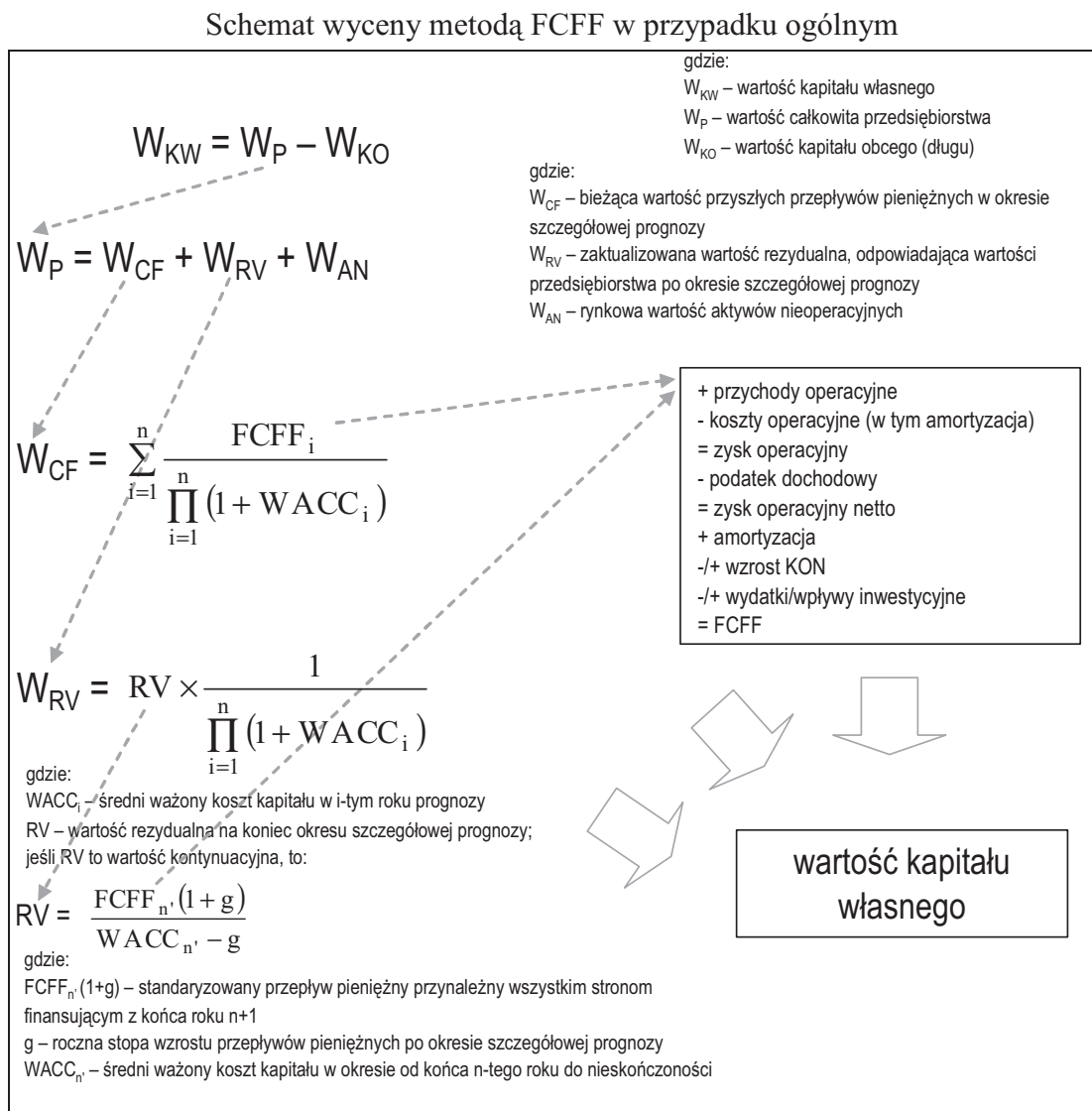
W_{CF} – zdyskontowana wartość przepływów pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy,

W_{RV} – zdyskontowana wartość rezydualna,

W_{AN} – rynkowa wartość aktywów nieoperacyjnych.

Schemat wyceny metodą FCFF w przypadku ogólnym przedstawiono na rysunku 3.1.

Rysunek 3.1



Źródło: opracowanie własne.

merytorycznie jest jednak tylko używanie WACC.

W przypadku ogólnym przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu to **przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym** wyznaczone w następujący sposób:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{przychody operacyjne} \\
 &- \text{koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\
 &= \text{zysk operacyjny} \\
 &- \text{podatek dochodowy} \\
 &= \text{zysk operacyjny netto} \\
 &+ \text{amortyzacja} \\
 &-/+ \text{wzrost KON} \\
 &-/+ \text{wydatki/wpływy inwestycyjne} \\
 &= \text{przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym (FCFF)} \quad (3.3)
 \end{aligned}$$

Wycena metodą FCFF przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli ma swoją specyfikę. Główna różnica sprowadza się do zdefiniowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu. Jak już wspomniano, uwzględnienie przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, stanowiącego specyfikę analizowanych podmiotów, polegać powinno na tym, że kwoty wykazywane w kosztach, które w istocie służą do przekazywania wartości właścicielom nie powinny być odejmowane w trakcie kalkulacji FCFF. Zatem aby wyznaczyć przepływy pieniężne, które mają zostać poddane dyskontowaniu, należy dokonać ich **rekonstrukcji do poziomów, jakie przyjęłyby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.**

Dlatego też w wycenie przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFF **przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym** obliczać należy zgodnie z następującą formułą:

$$\begin{aligned}
 &+ \text{przychody operacyjne} \\
 &- \text{koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\
 &+ \text{wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli} \\
 &= \text{zrekonstruowany zysk operacyjny} \\
 &- \text{podatek dochodowy} \\
 &= \text{zrekonstruowany zysk operacyjny netto} \\
 &+ \text{amortyzacja} \\
 &-/+ \text{wzrost KON} \\
 &-/+ \text{wydatki/wpływy inwestycyjne} \\
 &= \text{przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym (FCFF)} \quad (3.4)
 \end{aligned}$$

Podatek dochodowy odejmowany w powyższej formule to hipotetyczny podatek obliczony tak, jakby nie występowały odsetki od kapitału obcego. Powinien być zaprognozowany przy użyciu efektywnej stopy podatkowej w odniesieniu do

zysku operacyjnego albo zrekonstruowanego zysku operacyjnego, w zależności od tego, czy uwzględnione uprzednio „wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli” stanowią koszty podatkowe, czy nie. Jeśli są kosztami podatkowymi, to podatek powinien być kalkulowany w odniesieniu do zysku operacyjnego. Jeśli natomiast nie są kosztami podatkowymi, to podatek wyznaczony powinien zostać w odniesieniu do zrekonstruowanego zysku operacyjnego³⁶.

Przy tak zdefiniowanych przepływach podlegających dyskontowaniu, odpowiednią stopą dyskontową jest **średni ważony koszt kapitału (WACC)**. Istotnym jest, aby wspomniana powyżej stopa podatkowa była konsekwentnie przyjmowana w kalkulacji przepływów pieniężnych oraz kapitału obcego po opodatkowaniu, który jest elementem średniego ważonego kosztu kapitału.

Pierwszy składnik wartości przedsiębiorstwa – **zdyskontowaną wartość przepływów pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy** (W_{CF}) – w metodzie FCFF oblicza się według następującego wzoru:

$$W_{CF} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{\prod_{i=1}^n (1 + WACC_i)} \quad (3.5)$$

gdzie:

n – liczba lat okresu szczegółowej prognozy,

$FCFF_i$ – przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym w i -tym roku szczegółowej prognozy,

$WACC_i$ – średni ważony koszt kapitału w i -tym roku szczegółowej prognozy.

Przepływy podlegające dyskontowaniu należy wyodrębnić ze sprawozdań finansowych pro forma, które przygotowano dla okresu szczegółowej prognozy i odzwierciedlają oczekiwania co do osiągniętych w przyszłości wyników finansowych.

Wartość rezydualna to wartość przedsiębiorstwa, jaką będzie ono miało po zakończeniu okresu szczegółowej prognozy. Możliwe są różne podejścia do jej wyznaczenia. Jeśli zakłada się zakończenie działalności przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy, to wartość rezydualną należy wyznaczyć na poziomie przewidywanej wartości likwidacyjnej³⁷ z końca okresu szczegółowej prognozy, którą należy zdyskontować na moment dokonywania analizy, aby otrzymać jej bieżącą wartość. Często za trafniejsze uznaje się założenie kontynuacji działalności przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy (ang. going concern). Wtedy za wartość rezydualną uznaje się wartość kontynuacyjną.

W wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli wystrzegać

³⁶ Lub też za pomocą odpowiednio skorygowanej efektywnej stopy podatkowej.

³⁷ Por. H. Zadora, Wycena przedsiębiorstwa w teorii i praktyce, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005, s. 45. Wycena według wartości likwidacyjnej jest omówiona m.in. w: A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, op. cit., s. 216.

należy się mechanicznego przyjmowania założenia o kontynuacji działalności podmiotu aż do nieskończoności. Charakterystyka tych przedsiębiorstw nakazuje zachowanie większej ostrożności w tym zakresie. Jest to związane z o wiele rzadszą niż w przypadku przedsiębiorstw zarządzanych przez menedżerów wymianą wyższej kadry zarządzającej³⁸. Wynika to bezpośrednio ze specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, które w części są przedsiębiorstwami rodzinnymi zmagającymi się z problemem sukcesji. Właściciele takich przedsiębiorstw generalnie nie są skłonni przekazywać zarządzania firmą w ręce osób z zewnątrz, a raczej myślą o sukcesji na rzecz dzieci, wnuków albo innych członków własnej rodziny. Wynikają z tego istotne **implikacje dla szacowania wartości rezydualnej**, bowiem jeśli założy się, że w wyniku problemów z sukcesją firma zaprzestanie działalności w jakimś momencie w przyszłości, to wartość rezydualną należałoby szacować według wartości likwidacyjnej³⁹. Jeśli natomiast problemów z sukcesją się nie przewiduje lub też przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli ma w tym zakresie sprecyzowane plany, to w wyznaczeniu wartości rezydualnej należy posłużyć się podejściem kontynuacyjnym.

Jeśli założenie o kontynuacji działalności w długim okresie jest zasadne, do wyznaczenia wartości rezydualnej wykorzystuje się następującą zależność:

$$RV = \frac{FCFF_{n'}(1+g)}{WACC_{n'} - g} \quad (3.6)$$

gdzie:

RV – wartość rezydualna na koniec okresu szczegółowej prognozy,

$FCFF_{n'}(1+g)$ – standaryzowany przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym na koniec pierwszego roku po okresie szczegółowej prognozy, który wzrastać będzie w kolejnych latach ze stałą stopą wzrostu g ,

$WACC_{n'}$ – średni ważony koszt kapitału w okresie od końca okresu szczegółowej prognozy do nieskończoności,

g – stała stopa wzrostu $FCFF$ po okresie szczegółowej prognozy, przy czym zakłada się, że $WACC_{n'} > g$.

Zależność opisana wzorem (3.6) oznacza, że jeśli przepływy pieniężne wyniosą $FCFF_{n'}(1+g)$ na koniec pierwszego roku po okresie szczegółowej prognozy, a następnie będą rosły ze stałą stopą wzrostu g , to wartość takiego strumienia na koniec okresu szczegółowej prognozy wynosi RV ⁴⁰. Jeśli przepływy te

³⁸ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 676.

³⁹ Wartość likwidacyjna jest dla większości firm generalnie niższa niż wartość wynikająca z kontynuacji działalności. W konsekwencji przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, które mają określone plany co do przekazania firmy w ręce kolejnych pokoleń będą więcej warte niż przedsiębiorstwa, które nie robią takich planów. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 677.

⁴⁰ Jest to szczególny przypadek wzoru na bieżącą wartość rosnącą (ze stałą stopą wzrostu g) renty wiecznej.

nie będą rosły, tylko utrzymają się aż do nieskończoności na stałym poziomie równym $FCFF_n$, to wartość rezydualną wyliczyć można z wzoru na rentę wieczystą:

$$RV = \frac{FCFF_n}{WACC_n} \quad (3.7)$$

Należy podkreślić, że obliczanie wartości rezydualnej za pomocą wzoru na wartość bieżącą zwykłej renty wieczystej (wzór (3.7)) ma uzasadnienie nie tylko wtedy, gdy przewiduje się, że w kolejnych latach aż do nieskończoności osiągane będą przepływy na stałym poziomie równym $FCFF_n$. Przyjęcie takiego założenia oznacza raczej, że przepływy pieniężne wynikające z przyszłych inwestycji nie wpłyną na wartość przedsiębiorstwa, ponieważ ogólna stopa zwrotu z tych inwestycji będzie równa kosztowi kapitału⁴¹.

W szacowaniu wartości rezydualnej za pomocą zaprezentowanych powyżej formuł należy mieć na uwadze następujące zależności:

- przepływ $FCFF_n$ powinien odpowiadać tzw. podtrzymywalnemu (standaryzowanemu) poziomowi $FCFF$, jakiego oczekuje się w horyzoncie długoterminowym, w ustabilizowanych warunkach funkcjonowania przedsiębiorstwa⁴²;
- podtrzymywalność przepływu $FCFF_n$ oznacza konieczność wyeliminowania wpływu wszelkich zdarzeń o charakterze niepowtarzalnym⁴³, jak również poczynienia założeń co do relacji wydatków inwestycyjnych i amortyzacji oraz przyrostu kapitału obrotowego netto w długim okresie⁴⁴;

⁴¹ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 49; R.W. Mills, op. cit., s. 114.

Zrozumienie tego zagadnienia ułatwia spojrzenie na firmę jako na zbiór realizowanych w niej przedsięwzięć inwestycyjnych. Wtedy obliczanie wartości rezydualnej za pomocą wzoru (3.7) oznacza przyjęcie założenia, że w długim okresie dotychczasowe projekty będą generowały przepływy pieniężne w średniorocznej wysokości równej $FCFF_n$, natomiast nowe przedsięwzięcia inwestycyjne nie przysporzą dodatkowej wartości, ponieważ będą generowały stopę zwrotu równą kosztowi kapitału. Takie podejście dopuszcza oczywiście, że nowe przedsięwzięcia inwestycyjne mogą wpływać dodatnio lub ujemnie na przepływy pieniężne generowane w konkretnym roku w tym nieskończenie długim okresie (np. ujemnie w początkowych latach projektu, dodatnio w dalszych latach), jednak zakłada, że stopa zwrotu z całego projektu (IRR) będzie równa kosztowi kapitału (WACC).

Przyjęcie wzoru (3.7) jako podstawy szacunku wartości rezydualnej dopuszcza także taką możliwość, że w konkretnym roku w długim okresie przepływ pieniężny $FCFF$ będzie o X% wyższy niż $FCFF_n$, pociągając jednak za sobą wzrost kosztu kapitału także o X% w porównaniu do $WACC_n$ (wyższe przepływy pieniężne związane z wyższym ryzykiem). Taka zmiana także nie wpłynie na zmianę wartości rezydualnej obliczonej według wzoru (3.7).

⁴² Por. W. Frąckowiak (red.), *Fuzje...*, wyd. cyt., s. 213; P. Szczepankowski, op. cit., s. 210-212.

⁴³ Por. M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 169.

⁴⁴ W proponowanym podejściu zaleca się indywidualne szacowanie $FCFF_n \cdot (1+g)$, a nie automatyczne przyjmowanie go na poziomie przepływu z ostatniego roku szczegółowej prognozy powiększonego o kwotę wynikającą z założonej stopy wzrostu $FCFF_n \cdot (1+g)$, czy też uśrednienie przepływów z ostatnich kilku lat. Chodzi tu m.in. o założenie nakładów inwestycyjnych w okresie aż do nieskończoności na poziomie co najmniej równym

- poziom stopy wzrostu FCFF po okresie szczegółowej prognozy (g) musi być realistyczny⁴⁵, brać pod uwagę dane makroekonomiczne⁴⁶, decyzję odnośnie stworzenia modelu finansowego bądź to w wartościach nominalnych, bądź w realnych⁴⁷ i wystrzegać się swoistej odmiany „efektu kija hokejowego”⁴⁸.

amortyzacji w celu odtwarzania majątku, jak również wypracowanie założenia co do przyrostu kapitału obrotowego netto lub też jego braku w długim okresie, które powinno być spójne z przyjętą stopą wzrostu FCFF po okresie szczegółowej prognozy.

⁴⁵ Należy podkreślić, że formuła matematyczna użyta we wzorze (3.6) implikuje, że g jest to stopa wzrostu FCFF, a nie stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży czy inaczej mierzona stopa wzrostu przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy. W jej szacowaniu wykorzystać można dane historyczne, prognozy analityków albo podejście fundamentalne. Przy wyznaczaniu stopy wzrostu na podstawie determinant fundamentalnych próbuje się ją wyrazić jako funkcję tego, ile firma reinwestuje w celu osiągnięcia przyszłego wzrostu oraz jakości tych reinwestycji. W podejściu tym w przypadku metody FCFF zakłada się, że zmiany poziomu FCFF z okresu na okres determinowane są w największej mierze przez kształtowanie się zysku operacyjnego (EBIT). Oznacza to, że szacując stopę wzrostu g na podstawie determinant fundamentalnych, określa się de facto stopę wzrostu zysku operacyjnego (EBIT):

$$g = \text{stopa reinwestycji} \times \text{ROIC} \quad (3.8)$$

gdzie:

$$\text{stopa reinwestycji} = \frac{\text{nakł.inwestycyjne} - \text{amortyzacja} + \Delta \text{KON}}{\text{EBIT}(1 - T)} ;$$

ROIC – rentowność kapitału zainwestowanego (ang. return on invested capital), wyznaczana

$$\text{według wzoru: } \text{ROIC} = \frac{\text{EBIT}(1 - T)}{K} ;$$

K – kapitał zainwestowany.

Stopa reinwestycji to relacja mówiąca o tym, jaka część zysku operacyjnego po opodatkowaniu została zainwestowana w nakłady inwestycyjne netto i KON. Rentowność kapitału zainwestowanego mierzy jakość tych reinwestycji. Powyższy wzór zakłada, że rentowność kapitału zainwestowanego jest stabilna w przyszłych okresach. Innym domyślnym założeniem jest tutaj zwiększanie kapitału zainwestowanego z okresu na okres o sumę uwidocznioną w liczniku wzoru na stopę reinwestycji (nakłady inwestycyjne – amortyzacja + Δ KON). Procedura szacowania stopy wzrostu w dwóch bardziej ogólnych przypadkach opisana jest w: A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 288-299; 312.

⁴⁶ Stopa wzrostu g nie powinna być wyższa niż tempo wzrostu gospodarki, bowiem żadne przedsiębiorstwo nie może się rozwijać w nieskończoność w tempie szybszym niż gospodarka. Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1162; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *op. cit.*, s. 284.

⁴⁷ Jeśli rachunek prowadzony jest w wartościach nominalnych, to założenie o dodatniej stopie wzrostu g uzasadnić można prognozami dotyczącymi inflacji, nawet jeśli przewidywany wzrost realny jest zerowy. Jeśli rachunek prowadzony jest w wartościach realnych, to przyjęcie stopy wzrostu na poziomie wyższym od zera wymaga gruntownego uzasadnienia. Takie założenie oznacza, że po okresie szczegółowej prognozy aż do nieskończoności stopa zwrotu będzie wyższa niż WACC. W długim okresie stopy zwrotu zazwyczaj spadają (chyba że istnieją wysokie bariery wejścia do danego rodzaju działalności), dobre wyniki przyciągają do zyskowej gałęzi naśladowców, co stopniowo powoduje pogorszenie tych wyników. W praktyce trudno osiągać w długim okresie realną stopę wzrostu FCFF większą od zera, chyba że jest to ciągła działalność innowacyjna, która zawsze kończy się powodzeniem. Por. R.W. Mills, *op. cit.*, s. 115.

Zależności (3.6) oraz (3.7) pozwalają wyznaczyć wartość rezydualną na koniec okresu szczegółowej prognozy. Aby móc ją dodać do wartości przedsiębiorstwa, trzeba ją zdyskontować do momentu analizy, zgodnie z poniższą zależnością⁴⁹:

$$W_{RV} = RV \times \frac{1}{\prod_{i=1}^n (1 + WACC_i)} \quad (3.9)$$

gdzie:

W_{RV} – zdyskontowana na moment analizy wartość rezydualna,
 RV – wartość rezydualna na koniec okresu szczegółowej prognozy,
 $WACC_i$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa w i-tym roku.

Trzeci składnik wartości przedsiębiorstwa we wzorze (3.2) to **rynkowa wartość aktywów nieoperacyjnych** (W_{AN})⁵⁰. Chodzi tu o te składniki majątku przedsiębiorstwa, które w momencie wyceny są jego własnością, jednak nie są wykorzystywane w działalności operacyjnej, w związku z czym nie przyczyniają się do generowania wolnych przepływów pieniężnych. Zatem aktywa nieoperacyjne to te składniki majątku przedsiębiorstwa, których posiadanie nie jest konieczne do osiągania planowanych wolnych przepływów pieniężnych generujących wartość w okresie szczegółowej prognozy (W_{CF})⁵¹. Chodzi tutaj o takie aktywa nieoperacyjne, jak⁵²:

- nadzwyczajnie wysokie saldo gotówki w kasie i na rachunkach bankowych, w kwocie przewyższającej minimalny poziom gotówki niezbędny do bieżącego utrzymywania płynności finansowej,
- utworzone lokaty bankowe,

⁴⁸ Czyli sytuacji, w której z dokładnych założeń opracowanych dla okresu szczegółowej prognozy wynikają malejące FCFF, a na długi okres do nieskończoności zakłada się nieuzasadnioną dodatnią i wysoką stopę wzrostu. Klasyczny „efekt kija hokejowego” dotyczy prognozowania przychodów ze sprzedaży i objawia się malejącymi przychodami w ostatnich kilku latach danych historycznych oraz rosnącymi przychodami w okresie szczegółowej prognozy – liniowy wykres tak ułożonych danych ma kształt właśnie kija hokejowego. Por. M. Lewandowski, op. cit., s. 163.

⁴⁹ W przypadku wyznaczenia wartości rezydualnej jako wartości kontynuacyjnej używa się formuły (3.6) lub (3.7). W sytuacji założenia braku kontynuacji działalności za RV podstawić należy wartość likwidacyjną przedsiębiorstwa oszacowaną na koniec okresu szczegółowej prognozy. Możliwe jest też wyznaczenie wartości rezydualnej przy użyciu metod porównawczych czy metody wartości odtworzeniowej. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 54; W. Frąckowiak (red.), Fuzje..., wyd. cyt., s. 213; A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, op. cit., s. 269; R.W. Mills, op. cit., s. 111; M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 62.

⁵⁰ Jest to bardzo ważny element wartości przedsiębiorstwa, którego pominięcie skutkować może jej znacznym niedoszacowaniem. Nie zawsze jest jednak uwzględniany, np. B. Nita omawiając metody dochodowe wyceny, zarówno w warstwie teoretycznej, jak i w przykładach liczbowych pomija rynkową wartość aktywów nieoperacyjnych. Por. B. Nita, op. cit., s. 67-92.

⁵¹ Jest to pierwszy składnik sumy we wzorze (3.2).

⁵² Por. W. Frąckowiak (red.), Fuzje..., wyd. cyt., s. 198; P. Szczepankowski, op. cit., s. 206.

- zbywalne papiery wartościowe,
- inne instrumenty finansowe mające przynieść dochód w przyszłości,
- nieruchomości, mające charakter inwestycji (niewykorzystywane w bieżącej działalności operacyjnej, tylko kupione w celu odsprzedaży po wyższej cenie, dzięki czemu zrealizowany zostanie zysk)⁵³.

W tym miejscu należy zwrócić uwagę na konieczność konsekwentnego traktowania aktywów nieoperacyjnych i generowanych przez nie przepływów pieniężnych w procesie wyceny. Przepływy pieniężne generowane przez aktywa nieoperacyjne nie powinny być uwzględniane w przepływach podlegających dyskontowaniu (czyli w tym przypadku w kalkulacji FCFF). Wtedy ich rynkową wartość dodaje się na końcowym etapie wyceny do wartości przedsiębiorstwa. Natomiast jeśli przepływy pieniężne generowane przez aktywa nieoperacyjne (np. odsetki otrzymywane przez przedsiębiorstwo od utrzymywanej przez nie lokaty bankowej) uwzględnia się w kalkulacji przepływów podlegających dyskontowaniu, to rynkowej wartości tych aktywów nieoperacyjnych nie powinno się na tym etapie dodawać do wartości przedsiębiorstwa. Byłoby to bowiem podwójne uwzględnianie tego samego składnika wartości przedsiębiorstwa⁵⁴.

Po wyznaczeniu wartości całego przedsiębiorstwa, w następnym kroku przydziela się ją do dawców kapitału. Chcąc zatem wyznaczyć wartość kapitału własnego, należy od wartości przedsiębiorstwa odjąć wartość kapitałów obcych (w tym wartości bieżącej przepływów przynależnych innym niż właścicielom stronom finansującym np. dawcom kapitału zamiennego⁵⁵), zgodnie z poniższym wzorem⁵⁶:

$$W_{KW} = W_P - W_{KO} \quad (3.10)$$

gdzie:

W_{KW} – wartość kapitału własnego,

W_P – wartość przedsiębiorstwa,

W_{KO} – wartość kapitału obcego.

Podsumowując schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez

⁵³ Aktywa nieoperacyjne najczęściej figurują w bilansie w inwestycjach długo- oraz krótkoterminowych. Dlatego tak ważne w procesie wyceny jest dokładne zidentyfikowanie oraz poznanie natury składników inwestycji, jak również poznanie pozabilansowych składników majątku przedsiębiorstwa i zakwalifikowanie ich albo do aktywów operacyjnych (potrzebnych do wygenerowania wolnych przepływów pieniężnych), albo do aktywów nieoperacyjnych.

⁵⁴ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 424.

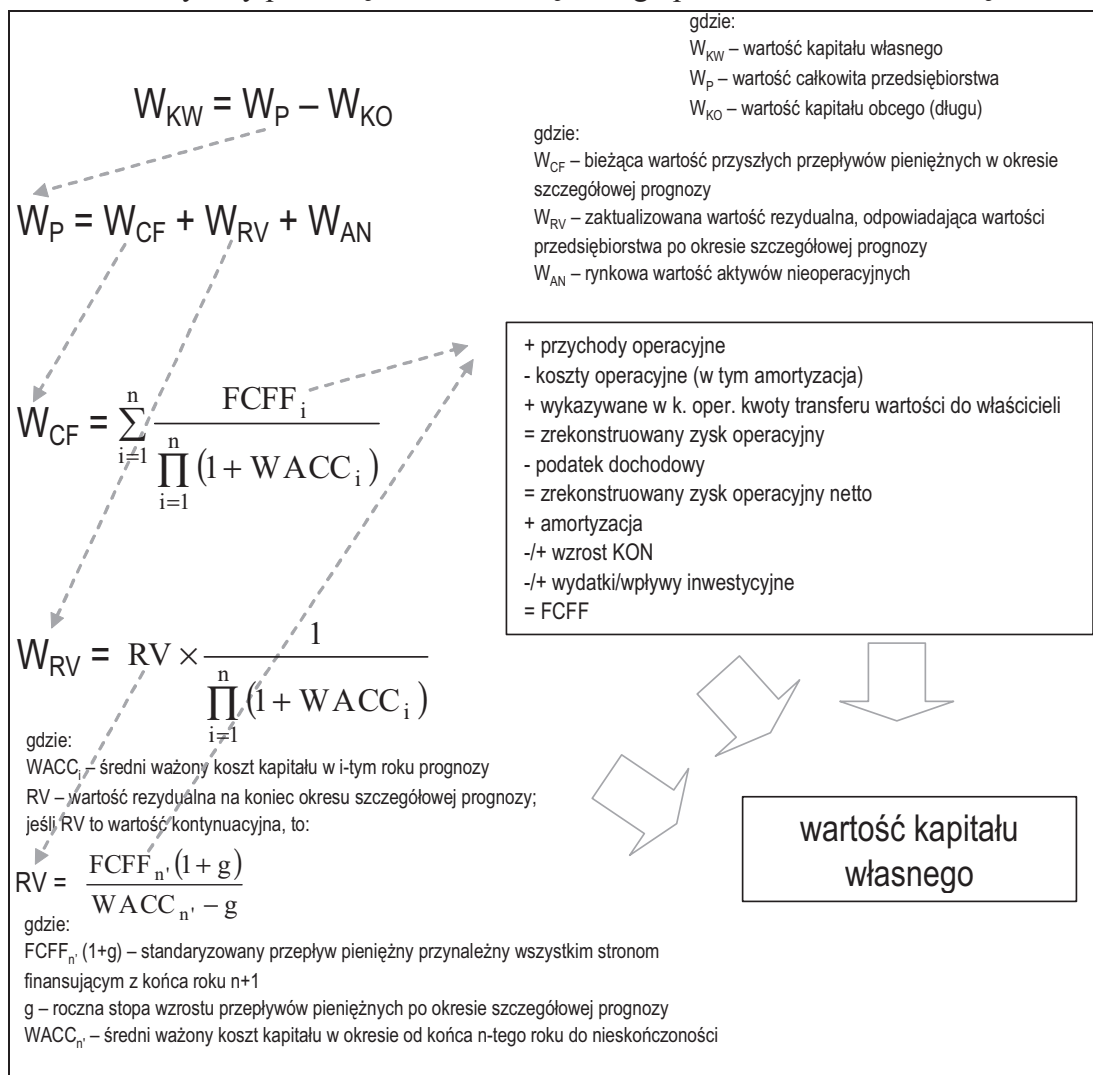
⁵⁵ Zgodnie z przyjętym w rozprawie założeniem, że każdy element bazy kapitałowej nie będący kapitałem własnym zalicza się do kapitału obcego.

⁵⁶ Jest to model wyceny, w którym zakłada się, że wartość kapitału własnego przynależy tylko właścicielom (w spółce akcyjnej – akcjonariuszom). W sytuacji, w której spółka wyemitowała opcje na akcje, można uznać, że ich wartość można by zaliczyć do wartości kapitału własnego. Wtedy aby obliczyć wartość kapitału akcyjnego, od wartości kapitału własnego należy odjąć wartość opcji na akcje. Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1175.

właściciele metodą FCFF przedstawiono na poniższym rysunku.

Rysunek 3.2

Schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFF



Źródło: opracowanie własne.

Największą zaletą metody FCFF jest to, że uwzględnia korzyści i koszty długu. Łatwo jest w niej prześledzić wpływ zmian poziomu dźwigni finansowej na wartość przedsiębiorstwa⁵⁷. Dlatego też metoda FCFF najlepiej nadaje się do wyceny firm o wysokim poziomie zadłużenia oraz takich, które są w trakcie zmiany poziomu zadłużenia⁵⁸.

Wskazać można także na wady metody FCFF⁵⁹. Po pierwsze metoda FCFF wydaje się być o wiele mniej intuicyjną metodą niż FCFE. Wynika to z faktu, że traktowanie płatności odsetek jako wydatków środków pieniężnych z przedsiębiorstwa (tak jak w metodzie FCFE) jest o wiele bardziej naturalne i zrozumiałe dla właściciela

⁵⁷ Por. A. Damodaran, Damodaran on Valuation..., wyd. cyt., rozdział 6, s. 21.

⁵⁸ Por. A. Damodaran, Investment..., wyd. cyt., s. 388.

⁵⁹ Por. tamże, s. 389.

postrzegającego przedsiębiorstwo z własnej perspektywy niż ujmowanie ich pośrednio w WACC (jak ma to miejsce w metodzie FCFF). W tym sensie FCFE to bardziej rzeczywisty przepływ w przedsiębiorstwie, natomiast FCFF jest odpowiedzią na hipotetyczne pytanie, jaki przepływ pieniężny generowałaby firma, gdyby nie była finansowana długiem. Po drugie skupienie na hipotetycznych przepływach przed uwzględnieniem wpływu długu może zamazać faktyczne problemy związane z przetrwaniem firmy⁶⁰. Po trzecie użycie w tej metodzie WACC wiąże się z przyjęciem pewnych domyślnych założeń, które nie zawsze w praktyce wyceny są spełniane⁶¹. Wiąże się z tym możliwość pojawienia się odwołania cyklicznego w przypadku wyceny metodą FCFF przedsiębiorstwa niegiełdowego, którego koszt kapitału własnego wyznacza się przy pomocy CAPM z wykorzystaniem równania R.S. Hamady.

Pomimo wad⁶² metoda FCFF jest najczęściej zalecaną i stosowaną metodą wyceny. Jest ona także właściwą metodą wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Jednak jej wykorzystanie w odniesieniu do tych podmiotów musi być dostosowane do ich finansowej specyfiki. Uwzględnia to metodyka wyceny zaprezentowana w niniejszym rozdziale.

3.2.5. Metoda FCFE w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Druga z metod zdyskontowanych przepływów pieniężnych, która może być wykorzystana w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, to przepływy pieniężne przynależne właścicielom (ang. FCFE – free cash flow to equity)⁶³. W tej metodzie przepływy podlegające dyskontowaniu to przepływy pieniężne przynależne właścicielom, które dyskontuje się kosztem kapitału

⁶⁰ Tę wadę niweluje skonstruowanie modelu finansowego (sprawozdań finansowych pro forma) przedsiębiorstwa, co gwarantuje uwzględnienie w prognozie ewentualnych problemów ze spłatą długu.

⁶¹ Chodzi np. o szacowanie wag w WACC na podstawie wartości rynkowych czy domyślne założenie o utrzymaniu wskaźnika zadłużenia w wartościach rynkowych (D/E) na poziomie docelowym aż do nieskończoności. W praktyce wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli oba te założenia nie są dotrzymane ze względu na brak rynkowych wartości kapitału własnego i długu. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 389, 418.

⁶² Oprócz wspomnianych powyżej wad stwierdza się, że metoda FCFF nie nadaje się do wyceny przedsiębiorstw, świadczących usługi finansowe, takich jak banki, ubezpieczyciele czy fundusze inwestycyjne, ponieważ natura ich biznesu czyni trudnym zdefiniowanie długu oraz wydatków inwestycyjnych w aktywa trwałe i kapitał obrotowy netto. Jednak w tej grupie podmiotów niegiełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli, poza firmami świadczącymi usługi leasingowe czy parabankowe, są rzadko spotykane. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 575-580.

⁶³ Inne nazwy stosowane do określenia tego podejścia to: wycena bezpośrednia, ECF (ang. equity cash flow), metoda przepływów gotówkowych z kapitału własnego firmy, wolne przepływy pieniężne dla właścicieli lub dla kapitału własnego, FCE. Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 94; B. Nita, op. cit., s. 67; R.W. Mills, op. cit., s. 102; P. Szczepankowski, op. cit., s. 65-66; T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 41, 45, 58.

własnego. W odróżnieniu od FCFF, w podejściu tym bezpośrednio wycenia się wartość kapitału własnego zgodnie z wzorem:

$$W_{KW} = W_{CF} + W_{RV} + W_{AN} \quad (3.11)$$

gdzie:

W_{KW} – wartość kapitału własnego,

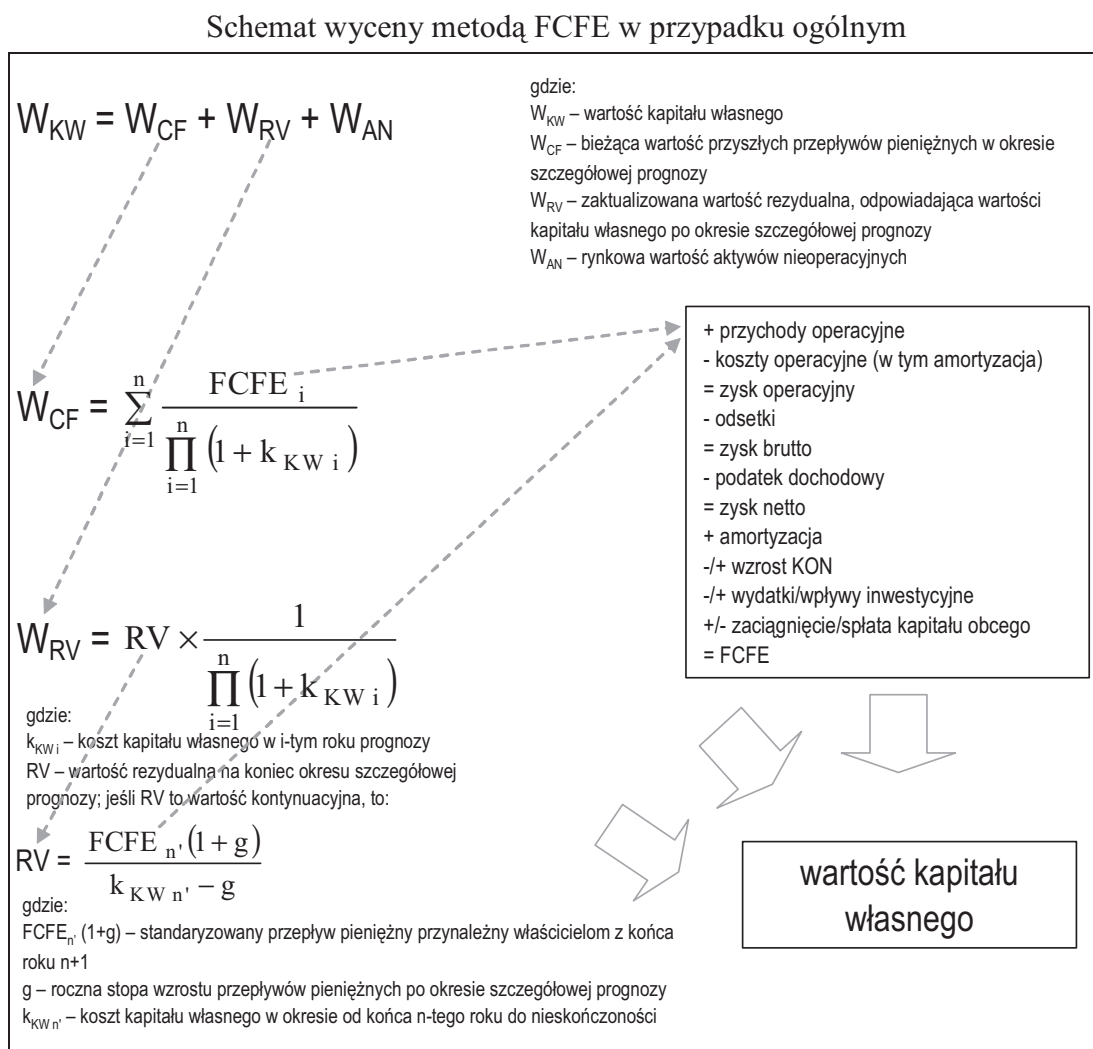
W_{CF} – zdyskontowana wartość przepływów pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy,

W_{RV} – zdyskontowana wartość rezydualna,

W_{AN} – rynkowa wartość aktywów nieoperacyjnych.

Schemat wyceny metodą FCFE w przypadku ogólnym przedstawiono na rysunku 3.3.

Rysunek 3.3



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku ogólnym przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu to **przepływy pieniężne przynależne właścicielom** wyznaczone w następujący sposób:

$$\begin{aligned}
&+ \text{przychody operacyjne} \\
&- \text{koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\
&= \text{zysk operacyjny} \\
&- \text{odsetki} \\
&= \text{zysk brutto} \\
&- \text{podatek dochodowy} \\
&= \text{zysk netto} \\
&+ \text{amortyzacja} \\
&-/+ \text{wzrost KON} \\
&-/+ \text{wydatki/wpływy inwestycyjne} \\
&+/- \text{zaciągnięcie/spłata kapitału obcego} \\
&= \text{przepływ pieniężny przynależny właścicielom (FCFE)} \qquad (3.12)
\end{aligned}$$

Wycena metodą FCFE przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli różni się od wyceny tą metodą w przypadku ogólnym. Główna różnica sprowadza się do zdefiniowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu. Jak już wspomniano, uwzględnienie przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, stanowiącego specyfikę analizowanych podmiotów, polegać powinno na tym, że kwoty wykazywane w kosztach, które w istocie służą do przekazywania wartości właścicielom nie powinny być odejmowane w trakcie kalkulacji FCFE. Zatem aby wyznaczyć przepływy pieniężne, które mają zostać poddane dyskontowaniu, należy dokonać ich **rekonstrukcji do poziomów, jakie przyjęłyby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.**

Biorąc powyższe pod uwagę, w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w których stosuje się przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom, **przepływy pieniężne przynależne właścicielom** obliczać należy zgodnie z następującą formułą:

$$\begin{aligned}
&+ \text{przychody operacyjne} \\
&- \text{koszty operacyjne (w tym amortyzacja)} \\
&+ \text{wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli} \\
&= \text{zrekonstruowany zysk operacyjny} \\
&- \text{odsetki} \\
&= \text{zrekonstruowany zysk brutto} \\
&- \text{podatek dochodowy} \\
&= \text{zrekonstruowany zysk netto} \\
&+ \text{amortyzacja} \\
&-/+ \text{wzrost KON} \\
&-/+ \text{wydatki/wpływy inwestycyjne} \\
&+/- \text{zaciągnięcie/spłata kapitału obcego} \\
&= \text{przepływ pieniężny przynależny właścicielom (FCFE)} \qquad (3.13)
\end{aligned}$$

Podatek dochodowy odejmowany w powyższym wzorze powinien być zaprognozowany przy użyciu efektywnej stopy podatkowej w odniesieniu do zysku brutto albo zrekonstruowanego zysku brutto, w zależności od tego, czy uwzględnione uprzednio „wykazywane w kosztach operacyjnych kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli” stanowią koszty podatkowe, czy nie. Jeśli są kosztami podatkowymi, to podatek powinien być kalkulowany w odniesieniu do zysku brutto. Jeśli natomiast nie są kosztami podatkowymi, to podatek wyznaczony powinien zostać w odniesieniu do zrekonstruowanego zysku brutto⁶⁴.

Przy tak zdefiniowanych przepływach podlegających dyskontowaniu, odpowiednią stopą dyskontową jest **koszt kapitału własnego (k_{KW})**⁶⁵. W odróżnieniu od FCFF, przepływy związane z zaciągnięciem i spłatą kapitału obcego, jak i odsetki od tego kapitału są uwzględniane w przepływach podlegających dyskontowaniu. Podobnie jak w metodzie FCFF, przepływy podlegające dyskontowaniu należy wyodrębnić ze sprawozdania finansowego pro forma, które przygotowano zostało dla okresu szczegółowej prognozy i odzwierciedla oczekiwania co do osiągniętych w przyszłości wyników finansowych. Różnica polega na tym, że z tych samych sprawozdań finansowych pro forma wyodrębnia się dane potrzebne do obliczenia przepływów FCFE, a nie FCFF.

Metoda FCFE służy do bezpośredniego wyznaczenia wartości kapitału własnego. Wartość ta wyznaczana jest przez zdyskontowane przepływy pieniężne przynależne właścicielom, które mogą być postrzegane jako potencjalna dywidenda⁶⁶. Wprawdzie przedsiębiorstwa rzadko wypłacają właścicielom w formie dywidendy całą kwotę FCFE, ale w wycenie tą metodą wbudowane jest założenie, że przepływy pieniężne przynależne właścicielom są im wypłacane, a reszta zysku netto jest reinwestowana w przedsiębiorstwie⁶⁷. W metodzie tej, podobnie jak w FCFF, domyślnie przyjmuje się ponadto założenie, że w zysku netto będącym podstawą przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom nie uwzględnia się wyniku finansowego wygenerowanego przez aktywa nieoperacyjne. Dlatego też aby obliczyć wartość kapitału własnego, dodaje się rynkową wartość aktywów nieoperacyjnych, które w przepływach w żaden sposób nie zostały uwzględnione⁶⁸.

⁶⁴ Lub też za pomocą odpowiednio skorygowanej efektywnej stopy podatkowej.

⁶⁵ Koszt tego składnika bazy kapitałowej oznaczany jest też indeksem „E” lub „e” (k_E lub k_e) od angielskiego określenia kapitału własnego – equity.

⁶⁶ W tym ujęciu metoda zdyskontowanych dywidend może być postrzegana jako wąskie ujęcie przepływów do właścicieli, a metoda FCFE jako ich szersze ujęcie, z tym, że podejście dywidendowe nie nadaje się do wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, co omówiono wcześniej w rozdziale trzecim. Por. A. Damodaran, *Damodaran on Valuation...*, wyd. cyt., rozdział 5, s. 23.

⁶⁷ Jak już wspomniano, analogiczne założenie wbudowane jest w metodę FCFF – przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym są im wypłacane, a reszta zysku jest reinwestowana w przedsiębiorstwie. Por. A. Damodaran, *Damodaran on Valuation...*, wyd. cyt., rozdział 5, s. 24.

⁶⁸ Por. tamże, rozdział 5, s. 24.

Pierwszy składnik wartości kapitałów własnych w metodzie FCFE – **zdyskontowaną wartość przepływów pieniężnych w okresie szczegółowej prognozy** (W_{CF} we wzorze (3.11)) – oblicza się według następującego wzoru:

$$W_{CF} = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{\prod_{i=1}^n (1 + k_{KW_i})} \quad (3.14)$$

gdzie:

n – liczba lat okresu szczegółowej prognozy,

$FCFE_i$ – przepływ pieniężny przynależny właścicielom w i -tym roku szczegółowej prognozy,

k_{KW_i} – koszt kapitału własnego w i -tym roku szczegółowej prognozy.

Do obliczenia **zdyskontowanej wartości rezydualnej** (W_{RV} – drugi składnik wzoru (3.11)) stosuje się zasady podane przy okazji omawiania szacowania wartości rezydualnej w metodzie FCFF, z tą różnicą, że przepływem pieniężnym wykorzystywanym do jej szacowania jest FCFE, a odpowiednią stopą dyskontową – koszt kapitału własnego⁶⁹. Stąd zależności opisane dla metody FCFF wzorami (3.6),

⁶⁹ W konsekwencji przeformułowane muszą zostać zalecenia odnośnie szacowania stopy wzrostu przepływów pieniężnych na podstawie determinant fundamentalnych. W metodzie FCFE ma ono swoją specyfikę, ponieważ zakłada się, że zmiany poziomu FCFE z okresu na okres determinowane są w największej mierze przez kształtowanie się zysku netto i dlatego szacując stopę wzrostu FCFE, określa się de facto stopę wzrostu zysku netto:

$$g = \text{stopa reinwestycji KW} \times \text{ROE} \quad (3.15)$$

gdzie:

$$\text{stopa reinwestycji KW} = \frac{\text{nakł.inwest.} - \text{amort.} + \Delta \text{KON} - \text{saldo } \Delta D}{\text{zysk netto}};$$

saldo ΔD – saldo zmiany długu oprocentowanego (zaciągnięcie minus spłata);

ROE – rentowność kapitału własnego (ang. return on equity).

Stopa reinwestycji w tym przypadku to relacja mówiąca o tym, jaka kwota została zainwestowana w nakłady inwestycyjne netto i KON ze strony kapitału własnego w stosunku do wypracowanego zysku netto. Rentowność kapitału własnego mierzy jakość tych reinwestycji. Powyższy wzór zakłada, że rentowność kapitału własnego jest stabilna w przyszłych okresach.

Wyliczanie stopy wzrostu FCFE według powyższego wzoru stoi w zgodzie z założeniem leżącym u podstaw metody FCFE, zgodnie z którym przepływy przynależne właścicielom są im wypłacane. Łatwo zauważyć, że licznik stopy reinwestycji KW jest odejmowany od zysku netto w trakcie kalkulacji FCFE właśnie dlatego, że jest reinwestowany w przedsiębiorstwie.

Zaleca się także, aby zarówno z licznika, jak i z mianownika wzoru na ROE usunąć elementy związane z wartością i tworzeniem wyniku finansowego przez aktywa nieoperacyjne, takie jak gotówka i papiery wartościowe. Dlatego w zgodzie z założeniami leżącymi u podstaw FCFE, według których w kalkulacji FCFE nie należy uwzględniać wyniku finansowego generowanego przez aktywa nieoperacyjne (np. odsetek od gotówki przetrzymywanej na lokatach bankowych), należałoby zmodyfikować konstrukcję ROE dla potrzeb szacowania stopy wzrostu g :

$$\text{ROE}_{\text{bezAN}} = \frac{\text{zysk netto} - \text{wynik po opodatk. z aktywów nieoper.}}{\text{kapitał wł.} - \text{aktywa nieoperacyjne}} \quad (3.16)$$

(3.7) oraz (3.9), w przypadku metody FCFE będą wyglądały następująco:

$$RV = \frac{FCFE_{n'}(1+g)}{k_{KW_{n'}} - g} \quad (3.17)$$

$$RV = \frac{FCFE_{n'}}{k_{KW_{n'}}} \quad (3.18)$$

$$W_{RV} = RV \times \frac{1}{\prod_{i=1}^n (1 + k_{KW_i})} \quad (3.19)$$

gdzie:

$FCFE_{n'}(1+g)$ – przepływ pieniężny przynależny właścicielom na koniec pierwszego roku po okresie szczegółowej prognozy, który wzrastać będzie w kolejnych latach ze stałą stopą wzrostu g ,

$k_{KW_{n'}}$ – koszt kapitału własnego w okresie od końca okresu szczegółowej prognozy do nieskończoności,

g – stała stopa wzrostu FCFE po okresie szczegółowej prognozy, przy czym zakłada się, że $k_{KW_{n'}} > g$.

RV – wartość rezydualna na koniec okresu szczegółowej prognozy,

W_{RV} – zdyskontowana na moment analizy wartość rezydualna,

k_{KW_i} – koszt kapitału własnego w i -tym roku.

W konsekwencji przyjętych założeń, w szczególności zaś dyskontowania przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom za pomocą kosztu kapitału własnego, obliczona wartość rezydualna odzwierciedla wartość kapitału własnego wycenianego przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy⁷⁰.

Podobnie jak w wypadku wyceny metodą FCFF w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli należy się wystrzegać mechanicznego szacowania wartości rezydualnej technikami zakładającymi kontynuowanie działalności przez przedsiębiorstwo aż do nieskończoności. W przypadku przewidywanych problemów z sukcesją w firmie, które uprawdopodobniają zaprzestanie działalności w pewnym momencie w przyszłości, rozważyć należy oszacowanie wartości rezydualnej na podstawie wartości likwidacyjnej.

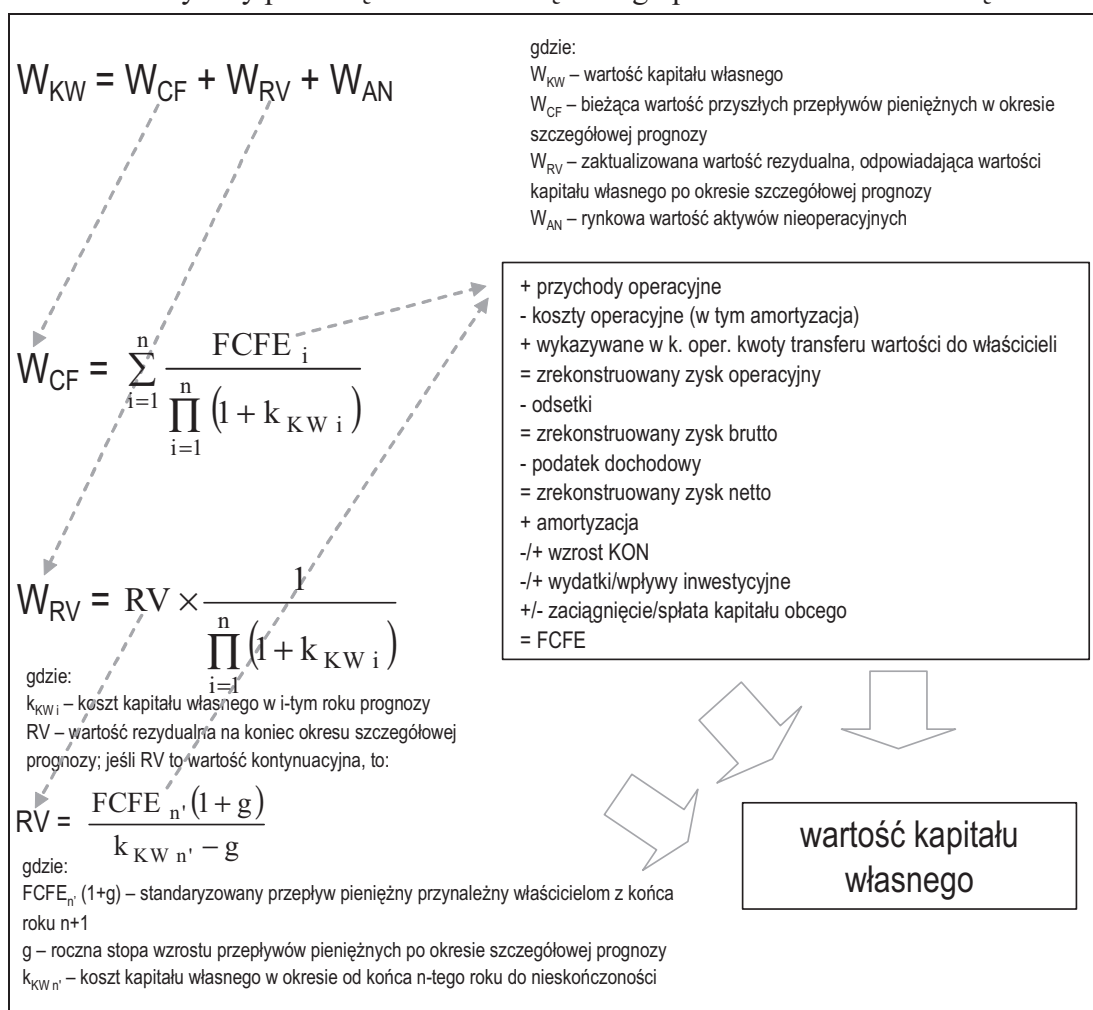
Ostatni ze składników we wzorze (3.11), czyli **rynkowa wartość aktywów nieoperacyjnych**, jest to ten sam element, który figuruje we wzorze (3.2). Szacuje się go tak samo, jak w metodzie FCFF.

Podsumowując schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFE przedstawiono na rysunku 3.4.

Jeśli natomiast w kalkulacji FCFE ujmuje się wynik finansowy będący konsekwencją posiadania aktywów nieoperacyjnych, to wtedy w szacowaniu stopy wzrostu g należy użyć ROE (relacja zysku netto do kapitału własnego). Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 312, 358; A. Damodaran, *Damodaran on Valuation...*, wyd. cyt., rozdział 5, s. 24.

⁷⁰ A nie wartość przedsiębiorstwa po okresie szczegółowej prognozy, jak ma to miejsce w metodzie FCFF.

Schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFE



Źródło: opracowanie własne.

Metoda FCFE ujawnia swoje zalety szczególnie wtedy, gdy utrudnione jest stosowanie metody FCFF. Ma to np. miejsce w przypadku wyceny firm świadczących usługi finansowe, ponieważ specyfika ich działalności utrudnia oszacowanie długu. Problem ten dotyczy nie tylko dużych banków czy ubezpieczycieli, ale także mniejsze firmy świadczące usługi leasingowe czy parabankowe, wśród których znaleźć można przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli. W takiej sytuacji zaleca się wycenę bezpośrednią kapitału własnego, np. za pomocą metody FCFE⁷¹. Ponadto metoda FCFE szczególnie nadaje się do wyceny przedsiębiorstw dla potrzeb przejęcia albo w sytuacji, kiedy istnieje uprawdopodobniona możliwość zmiany kontroli nad firmą⁷².

⁷¹ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 139, 463; A. Damodaran, Investment..., wyd. cyt., s. 575-580.

⁷² Por. A. Damodaran, Damodaran on Valuation..., wyd. cyt., rozdział 5, s. 46.

Wśród ograniczeń metody FCFE wskazać można⁷³:

- trudności w oszacowaniu właściwego poziomu przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom w poszczególnych latach prognozy w sytuacji, w której wyceniane przedsiębiorstwo posiada dług oprocentowany według zmiennej stopy procentowej;
- trudności z bezpośrednią wyceną kapitału własnego, jeśli wyceniana firma wyemitowała zamienne papiery wartościowe;
- możliwość pojawienia się odwołania cyklicznego w przypadku wyceny metodą FCFE przedsiębiorstwa niegieldowego, którego koszt kapitału własnego wyznacza się przy pomocy CAPM z wykorzystaniem równania R.S. Hamady.

3.2.6. Metoda APV w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Metoda skorygowanej wartości bieżącej (ang. APV – adjusted present value) opracowana przez S.C. Myersa wywodzi się od ustaleń poczynionych w pracach F. Modiglianiego i M.H. Millera (model z podatkiem dochodowym płaconym przez przedsiębiorstwa)⁷⁴. Bazuje na wyraźnym rozróżnieniu pomiędzy obszarem przewidywalnej działalności operacyjnej a obszarem struktury kapitałowej. W odróżnieniu od metody FCFE, która wartość kreowaną przez decyzje o sposobach finansowania (głównie tarcze podatkowe) uwzględnia w stopie dyskontowej⁷⁵, metoda APV o ten element koryguje wartość bieżącą netto, czyli obliczaną wartość przedsiębiorstwa⁷⁶.

Według metody APV wartość przedsiębiorstwa wyrazić można jako sumę wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego oraz bieżącej wartości ubocznych efektów finansowania. Wartość zadłużonego przedsiębiorstwa oblicza się zatem według następującej formuły:

⁷³ Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 489.

⁷⁴ Por. F. Modigliani, M.H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, June 1958, vol. 48 (3); F. Modigliani, M.H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, American Economic Review, June 1963, vol. 53 (3); S.C. Myers, Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, The Journal of Finance, vol. XXIX, No. 1, March 1974.

W Polsce w obecnych warunkach model APV jest też zgodny z modelem M.H. Millera z 1972 roku, ponieważ stopy opodatkowania dochodów z dywidend i obligacji są sobie równe, a pod takim warunkiem model M.H. Millera sprowadza się do modelu MM z podatkiem dochodowym płaconym przez przedsiębiorstwa. Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 288, 291; Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit., art. 30a, 30b.

⁷⁵ W metodzie FCFE obliczając przepływy podlegające dyskontowaniu, nie uwzględnia się oszczędności podatkowych spowodowanych umniejszeniem podstawy opodatkowania przez odsetki, czyli odsetkowej tarczy podatkowej, zamiast tego koryguje się w dół średni ważony koszt kapitału, uwzględniając w nim koszt długu po opodatkowaniu, czyli umniejszony o tarczę podatkową.

⁷⁶ Por. R.B. Brealey, S.C. Myers, op. cit., s. 713.

$$W_{PL} = W_{PU} + UEF \quad (3.20)$$

gdzie:

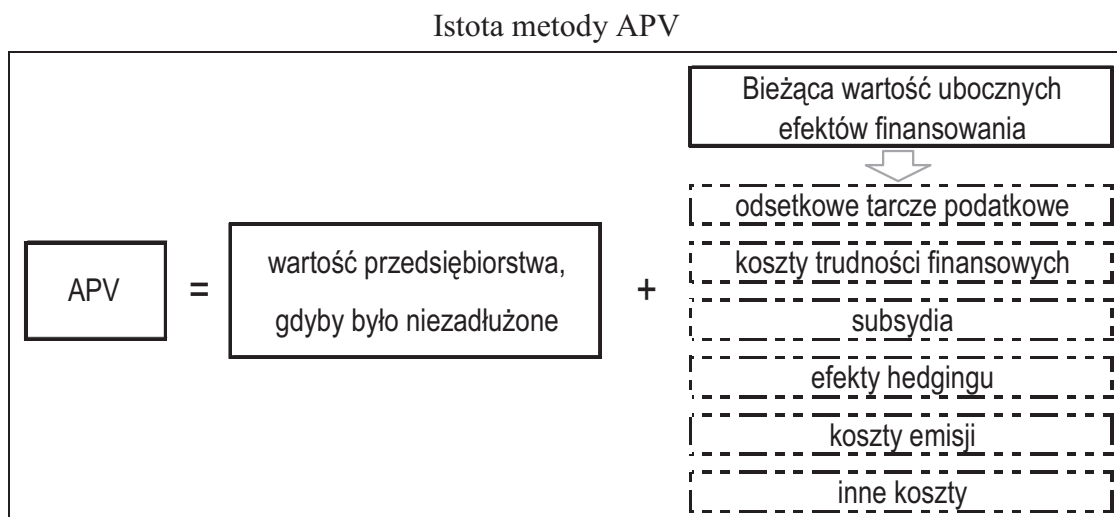
W_{PL} – wartość przedsiębiorstwa zadłużonego,

W_{PU} – wartość przedsiębiorstwa niezadłużonego,

UEF – bieżąca wartość ubocznych efektów finansowania.

Istotę metody APV przedstawiono na poniższym rysunku.

Rysunek 3.5



Źródło: T.A. Luehrman, Using APV: A Better Tool for Valuing Operations, Harvard Business Review, May-June 1997, s. 146.

Na powyższym rysunku umieszczono przykładową listę czynników, które zaliczyć można do ubocznych efektów finansowania. W praktyce jednak niektóre z nich mogą być trudne do uchwycenia, inne z kolei mało znaczące. Z tych powodów najczęściej spotyka się uproszczoną wersję metody APV, w której jako uboczne efekty finansowania uwzględnia się tylko odsetkowe tarcze podatkowe⁷⁷.

Pierwszy składnik wartości przedsiębiorstwa według metody APV – wartość przedsiębiorstwa, jaką miałoby, gdyby finansowane było tylko kapitałem własnym (W_{PU}) oblicza się według następującej formuły⁷⁸:

$$W_{PU} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{\prod_{i=1}^{\infty} (1 + k_{U_i})} \quad (3.21)$$

gdzie:

$FCFF_i$ – wolny przepływ pieniężny w i-tym roku, zdefiniowany tak, jak przepływ

⁷⁷ Zwolennicy tej metody podkreślają, że jest ona elastyczna i należy ją dostosowywać do potrzeb analizy, uwzględniając ważne w danym przypadku uboczne efekty finansowania. Najczęściej jednak przykłady dotyczą odsetkowych tarcz podatkowych. M. Michalski proponuje, aby oprócz odsetkowych tarcz podatkowych brać pod uwagę także wpływ subsydiów (dodatni) oraz kosztów emisji (ujemny). Por. T.A. Luehrman, op. cit., s. 146-151; M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 66.

⁷⁸ Por. T.A. Luehrman, op. cit., s. 148; T. Dudyc, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 47; B. Nita, op. cit., s. 88.

pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym,
 k_{U_i} – koszt kapitału przedsiębiorstwa niezadłużonego w i -tym roku.

Wycena metodą APV przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli różni się od wyceny tą metodą w przypadku ogólnym. Główna różnica sprowadza się do zdefiniowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu w celu wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego. Jak już wspomniano, uwzględnienie przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, stanowiącego specyfikę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, polegać powinno na tym, że kwoty wykazywane w kosztach, które w istocie służą do przekazywania wartości właścicielom nie powinny być odejmowane w trakcie kalkulacji przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu. Zatem aby wyznaczyć wolne przepływy pieniężne przedsiębiorstwa niezadłużonego ($FCFF_i$ we wzorze (3.21)), należy dokonać ich **rekonstrukcji do poziomów, jakie przyjąłby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.**

Dlatego też wolne przepływy pieniężne we wzorze (3.21) w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powinny zostać wyznaczone tak jak przepływy pieniężne przynależne wszystkim stronom finansującym ($FCFF$), tj. zgodnie z formułą (3.4).

Warto zauważyć, że obliczenia opisane wzorem (3.21) dokonywane są przy założeniu, że przedsiębiorstwo finansowane jest tylko kapitałem własnym. Wynika z tego, że widniejący we wzorze (3.21) przepływ pieniężny przynależny wszystkim stronom finansującym ($FCFF_i$) przynależy w istocie właścicielom takiego hipotetycznego przedsiębiorstwa finansowanego tylko kapitałem własnym⁷⁹. Również widniejący we wzorze (3.21) koszt kapitału (k_{U_i}) obliczany jako koszt kapitału własnego jest jednocześnie średnim ważonym kosztem kapitału takiej hipotetycznej niezadłużonej firmy.

Jak już wspomniano, drugi składnik wartości przedsiębiorstwa w metodzie APV z reguły sprowadzony zostaje do zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych (ang. DVTS – discounted value of tax shields). Oblicza się ją według wzoru⁸⁰:

⁷⁹ Stąd z pozoru nieistotną wydaje się kwestia, czy przepływ we wzorze (3.21) zdefiniowany będzie jako $FCFF$, czy jako $FCFE$. Dla przedsiębiorstwa finansowanego tylko kapitałem własnym te dwa przepływy są sobie równe ($FCFF=FCFE$), ponieważ nie występują ani odsetki od długu, ani zaciągnięcia bądź spłaty długu oprocentowanego. Jednak takie utożsamienie prowadzić może do błędu w obliczeniach, jeśli stosując $FCFE$, ujmie się w formule także odsetki oraz zaciągnięcia i spłaty długu oprocentowanego. Błąd taki wkraść się np. w przykładzie 6.2 w: P. Szczepankowski, op. cit., s. 219-220.

⁸⁰ W praktyce wyceny wartość strumieni aż do nieskończoności, zarówno we wzorze (3.21), jak i we wzorze (3.22) ujmuje się, tak jak w innych metodach DCF, w podziale na wartość strumieni z okresu szczegółowej prognozy oraz ich wartość rezydualną. W odniesieniu do metody APV podejście takie zaprezentowano w: M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 45.

$$DVTS = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{TS_i}{\prod_{i=1}^{\infty} (1 + k_{KOi})} \quad (3.22)$$

gdzie:

TS_i – odsetkowa tarcza podatkowa w i -tym roku; wyznacza się ją jako iloczyn odsetek i stopy podatku dochodowego;

k_{KOi} – koszt kapitału obcego w i -tym roku⁸¹.

Powyższy wzór zakłada, że zadłużenie przedsiębiorstwa jest na stałym poziomie, a tarcze podatkowe zależą od płatności odsetkowych, dlatego przyjmuje się, że są obarczone takim samym ryzykiem jak dług⁸². Dlatego też tarcze podatkowe dyskontuje się za pomocą kosztu kapitału obcego (k_{KO}). Takie podejście zostało zaproponowane przez S.C. Myersa⁸³ i jest zgodne z modelem MM z podatkiem dochodowym⁸⁴. Znane są jednak też inne możliwe podejścia do wyznaczania wartości tarcz podatkowych różniące się w szczególności sposobem ustalenia stopy dyskontowej, za pomocą której oblicza się wartość bieżącą tarcz podatkowych⁸⁵.

Po oszacowaniu zdyskontowanej wartości tarcz podatkowych obliczyć można wartość przedsiębiorstwa zgodnie z wzorem (3.20). Pamiętać należy, że metoda APV służy do wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa (W_P), czyli sumy wartości kapitału własnego oraz kapitału obcego. Chcąc oszacować wartość kapitału własnego danej firmy, należy zatem od wartości przedsiębiorstwa odjąć wartość kapitału obcego, tak

⁸¹ Koszt tego składnika bazy kapitałowej oznaczany jest też indeksem „D” lub „d” (k_D lub k_d) jako koszt długu (ang. cost of debt).

⁸² Por. T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 51.

⁸³ Por. S.C. Myers, op. cit., s. 20.

⁸⁴ Chodzi o model Modiglianiego i Millera z podatkiem od dochodów osób prawnych z 1963 roku, w którym wartość przedsiębiorstwa zadłużonego jest większa od wartości przedsiębiorstwa niezadłużonego o bieżącą wartość tarcz podatkowych, a właściwą stopą dyskontową do jej obliczenia jest koszt kapitału obcego. Por. F. Modigliani, M.H. Miller, Corporate..., wyd. cyt.

⁸⁵ Możliwe podejścia do obliczania tarcz podatkowych (m.in. J.A. Milesa i J.R. Ezzella, R.S. Harrisa i J.J. Pringle'a) szeroko omówił i porównał ze sobą w kilku swoich artykułach P. Fernandez. Por. P. Fernandez, The correct value of tax shields. An analysis of 23 theories, IESE Business School, working paper, 02.04.2002, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008); P. Fernandez, Equivalence of the different discounted cash flow valuation methods. Different alternatives for determining the discounted value of tax shields and their implications for the valuation, IESE Business School, working paper, 02.07.1999, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004); P. Fernandez, Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories, IESE Business School, working paper, 27.12.2006, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008). Por. także J.A. Miles, J.R. Ezzell, The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. XV, No. 3, September 1980, s. 719-730; R.B. Brealey, S.C. Myers, op. cit., s. 731-734, 737.

W polskiej literaturze omówienie najważniejszych z nich znaleźć można m.in. w: T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 48-56; B. Nita, op. cit., s. 90.

jak we wzorze (3.10).

Do zalet metody APV zalicza się wyraźne rozdzielenie wartości wynikającej z przewidywalnej działalności operacyjnej i struktury kapitałowej oraz wynikającą z tego możliwość prześledzenia wpływu działalności operacyjnej, zadłużenia oraz stopy podatkowej na wartość⁸⁶. APV szczególnie nadaje się do wyceny podmiotów gospodarczych⁸⁷:

- w których stopień zadłużenia użytego do sfinansowania przyszłych nakładów inwestycyjnych i zapotrzebowania na KON może być dokładnie określony;
- które są i będą finansowane kapitałem własnym i oprocentowanym kapitałem obcym.

Jako wady metody APV wymienić należy konieczność ustalenia kosztu kapitału własnego dla danej firmy na podstawie analizy porównawczej innych przedsiębiorstw z tej klasy ryzyka, ale przy założeniu braku zadłużenia. Wada ta ze względu na znikomą dostępność danych do porównań stanowić może istotne ograniczenie w stosowaniu metody APV w wycenie niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Poza tym mogą wystąpić trudności z ustaleniem wielkości i kosztu kapitału obcego w celu oszacowania wartości tarcz podatkowych w warunkach nieprzewidywalnych zmian stóp oprocentowania kredytów i pożyczek⁸⁸.

Jako istotne ograniczenie najczęstszej postaci metody APV, przedstawiającej wartość przedsiębiorstwa jako sumę wartości firmy niezadłużonej i zdyskontowanej wartości tarcz podatkowych, wymienia się pomijanie kosztów trudności finansowych. Powoduje to jednostronne postrzeganie długu jako sposobu zwiększenia wartości przedsiębiorstwa bez żadnych kosztów⁸⁹. Stwierdzić jednak trzeba, że pełna wersja metody APV koszty trudności finansowych uwzględnia.

Ponadto do stosowania metody APV zniechęcają:

- otwarta lista ubocznych efektów finansowania,
- brak wypracowanego jednoznacznego stanowiska w kwestii obliczania DVTS⁹⁰.

⁸⁶ Por. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 268, 499.

⁸⁷ Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 386.

⁸⁸ Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 219.

⁸⁹ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 404.

⁹⁰ Por. T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 48.

P. Fernandez twierdzi nawet, że niewłaściwe jest używanie sformułowania DVTS (ang. discounted value of tax shields), czyli zdyskontowanej wartości odsetkowych tarcz podatkowych, ponieważ wartość tarcz podatkowych jest różnicą pomiędzy bieżącą wartością podatków płaconych przez niezadłużone przedsiębiorstwo a bieżącą wartością podatków płaconych przez zadłużone przedsiębiorstwo. Jest to zatem różnica między bieżącymi wartościami dwóch oddzielnych przepływów pieniężnych charakteryzujących się różnym ryzykiem, a nie zdyskontowana wartość tarcz podatkowych. Por. P. Fernandez, *The correct value...*, wyd. cyt., s. 15-21.

Trzeba mieć na uwadze, że metoda APV, obok FCFF i FCFE, nie zamyka listy szczegółowych metod wyceny DCF, różniących się między sobą sposobem definiowania przepływów pieniężnych i stopy dyskontowej, które mogłyby zostać wykorzystane w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli⁹¹. W tym miejscu przedstawiono jednak metodykę wyceny tych przedsiębiorstw w odniesieniu do metod najczęściej stosowanych, traktując je także jako przykład uwzględnienia specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, który mógłby zostać zaadaptowany także do innych metod szczegółowych.

3.2.7. Metoda zdyskontowanego zysku ekonomicznego w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli

Wzrost przedsiębiorstwa (jego przychodów czy zysków) nie jest wystarczającym warunkiem, aby tworzona była wartość. Musi mu towarzyszyć stopa zwrotu przewyższająca koszt kapitału. Na tym stwierdzeniu zbudowano metodę zdyskontowanego zysku ekonomicznego, która służyć może do wyceny przedsiębiorstwa i kapitału własnego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli.

Znanych jest przynajmniej kilka odmian wyceny za pomocą zdyskontowanych zysków ekonomicznych⁹². W rozprawie skupiono się na jednej z nich, w której dyskutowaniu podlega zysk ekonomiczny zdefiniowany jako⁹³:

⁹¹ Często przytaczaną jest metoda Ardittiego-Levy'ego, określana też metodą przepływów pieniężnych dla inwestorów bądź dla kapitału, CCF (ang. capital cash flow) czy FCC (ang. free cash flow to capital). W metodzie tej przepływy pieniężne podlegające dyskutowaniu oblicza się tak jak w metodzie FCFF, z jedną różnicą – uwzględnia się w nich oszczędność podatkową na odsetkach od długu, tzn. odejmuje się nie hipotetyczny podatek od zysku operacyjnego, tylko faktyczny podatek od dochodu pomniejszonego o odsetki od kapitału obcego (choć samych odsetek w przepływach podlegających dyskutowaniu się nie odejmuje). Ponieważ oszczędność podatkowa z tytułu odsetek od długu jest uwzględniona w przepływach podlegających dyskutowaniu, odpowiednią stopą dyskontową jest średni ważony koszt kapitału przed opodatkowaniem ($WACC_{BT}$), tj. taki, w którym uwzględnia się koszt kapitału obcego nie pomniejszony o efekt tarczy podatkowej (k_{KO} , a nie $k_{KO}(1-T)$), jak ma to miejsce w WACC wykorzystywanym w metodzie FCFF). Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 387; B. Nita, op. cit., s. 85; T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 42.

Różne możliwe metody wyceny oparte na DCF omówione są m.in. w: P. Fernandez, *Equivalence...*, wyd. cyt.; P. Fernandez, *Valuing...*, wyd. cyt.

⁹² Najczęściej przywoływane są dwie: przytoczona w rozprawie oraz druga – polegająca na dyskutowaniu stopą dyskontową równą kosztowi kapitału własnego zysku ekonomicznego, zdefiniowanego jako zysk netto pomniejszony o wartościowy koszt kapitału własnego. Po dodaniu do wyniku tego dyskutowania wartości początkowej kapitału własnego otrzymuje się oszacowaną wartość kapitału własnego. Warto przy tym zauważyć, że przy konsekwentnym traktowaniu założeń wyceny, obie odmiany metody zdyskontowanego zysku ekonomicznego prowadzą do takich samych szacunków wartości kapitału własnego. Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 229, 231; P. Fernandez, *Valuing...*, wyd. cyt., s. 4.

⁹³ Podobnie do zysku ekonomicznego jest definiowana ekonomiczna wartość dodana (EVA), poddana analizie w rozdziale czwartym. Faktyczna różnica pomiędzy tymi dwoma miarami sprowadza się do korekt wielkości księgowych dokonywanych w trakcie kalkulacji EVA.

$$EP_t = NOPAT_t - WACC_t \times K_{t-1} \quad (3.23)$$

gdzie:

EP_t – zysk ekonomiczny wypracowany w okresie t (ang. economic profit),

$NOPAT_t$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu z okresu t (ang. net operating profit after tax),

$WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału,

K_{t-1} – kapitał zainwestowany na początku okresu.

Zysk ekonomiczny jest z założenia odpowiedzią na pytanie, o ile w danym okresie zwiększono wartość przedsiębiorstwa. Skoro tak, to wartość przedsiębiorstwa może zostać wyrażona jako suma wartości kapitału początkowego (obecnego) oraz przyszłych zysków ekonomicznych⁹⁴ albo innymi słowy jako suma wartości obecnych aktywów oraz wartości przyszłego wzrostu⁹⁵:

$$W_P = V_{AIP} + V_{EFG} \quad (3.24)$$

$$W_P = K_{AIP} + NPV_{AIP} + NPV_{FP} \quad (3.25)$$

$$W_P = K_{AIP} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_{t,AIP}}{\prod_{t=1}^{\infty} (1 + k_t)} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EP_{t,FP}}{\prod_{t=1}^{\infty} (1 + k_t)} \quad (3.26)$$

gdzie:

W_P – wartość przedsiębiorstwa;

V_{AIP} – wartość obecnych aktywów (ang. value of assets in place);

V_{EFG} – wartość przyszłego wzrostu (ang. value of expected future growth);

K_{AIP} – kapitał zainwestowany w obecne aktywa (ang. capital invested in assets in place);

NPV_{AIP} – wartość bieżąca netto z obecnych aktywów (ang. net present value from assets in place);

⁹⁴ Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 135.

⁹⁵ Przytoczone zależności opierają się na tożsamości, zgodnie z którą NPV może być wyrażone jako bieżąca wartość wszystkich przyszłych zysków ekonomicznych wygenerowanych przez projekt. Tożsamość taką wyprowadza się m.in. przy założeniu, że oczekiwana bieżąca wartość przepływów pieniężnych z amortyzacji równa się bieżącej wartości początkowej inwestycji, a wartość odzysku na końcu życia projektu jest zerowa. Por. A. Damodaran, Value creation and enhancement: back to the future, working paper, Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 10.03.2005), s. 38.

Wyprowadzenie zależności na wycenę metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego z metody FCFE, wraz z poczynionymi przy tej okazji założeniami, znaleźć można w dodatku 2 (Appendix 2) w artykule: P. Fernandez, Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation, IESE Business School, working paper, wersja z 15.01.2002, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004), s. 14.

NPV_{FP} – wartość bieżąca netto z przyszłych projektów (ang. net present value from future projects);

$EP_{t, AIP}$ – zysk ekonomiczny wygenerowany przez obecne aktywa w okresie t ;

$EP_{t, FP}$ – zysk ekonomiczny wygenerowany przez przyszłe projekty w okresie t ;

k_t – koszt kapitału w okresie t .

Wartość przedsiębiorstwa wyrazić można zatem jako sumę kapitału zainwestowanego w dotychczasowe aktywa, bieżącej wartości przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez dotychczasowe aktywa oraz bieżącej wartości przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez przyszłe projekty⁹⁶.

Wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą zdyskontowanego zysku ekonomicznego dokonuje się w następujących etapach:

- na podstawie przygotowanych prognoz finansowych (modelu finansowego – sprawozdań finansowych pro forma) należy oszacować zyski ekonomiczne w okresie szczegółowej prognozy (z wszystkich projektów realizowanych w ramach przedsiębiorstwa – obecnych i nowych);

- na podstawie prognoz zysków ekonomicznych należy oszacować wartość rezydualną;

- przyjmując za stopę dyskontową WACC, obliczyć należy bieżącą wartość powyższych komponentów;

- suma bieżących wartości tak oszacowanych komponentów, obecnej wartości kapitału zainwestowanego oraz rynkowej wartości aktywów nieoperacyjnych⁹⁷ daje wartość przedsiębiorstwa;

- aby otrzymać wartość kapitałów własnych, od wartości przedsiębiorstwa należy odjąć wartość kapitału obcego.

Specyfika wyceny tą metodą przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w których stosuje się przez-kosztowe przekazywanie wartości, sprowadza się do, innego niż w przypadku ogólnym, zdefiniowania zysku ekonomicznego, tj. w sposób, który pozwoli uwzględnić finansową specyfikę tych podmiotów. Zysk ekonomiczny wykorzystywany w wycenie przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli obliczać należy zgodnie z następującym wzorem:

⁹⁶ W praktyce wyceny wartość strumieni aż do nieskończoności ujmuje się w podziale na wartość strumieni z okresu szczegółowej prognozy oraz ich wartość rezydualną.

⁹⁷ Uwagi na temat uwzględniania aktywów nieoperacyjnych w przepływach (zyskach ekonomicznych) albo dodawania ich rynkowej wartości na końcowym etapie kalkulacji, poczynione przy okazji omawiania metod FCFF i FCFE, znajdują zastosowanie także tutaj. Stąd jeśli dochodów generowanych przez aktywa nieoperacyjne nie uwzględnia się w kalkulacji zysków ekonomicznych, to należy ich rynkową wartość dodać na końcu kalkulacji wartości przedsiębiorstwa (jest to wtedy kolejny składnik sumy we wzorze (3.26)).

$$EP_t = NOPAT_t + KTW_t - WACC_t \times K_{t-1} \quad (3.27)$$

gdzie:

KTW_t – wykazywane w kosztach operacyjnych (czyli ujęte w obliczaniu $NOPAT_t$) kwoty stanowiące transfer wartości do właścicieli w okresie t , pozostałe oznaczenia – jak we wzorze (3.23).

Podatek dochodowy odejmowany w kalkulacji $NOPAT$ w powyższych wzorach powinien być prognozowany tak jak w metodzie FCFF.

Jako podstawową zaletę metody zdyskontowanego zysku ekonomicznego wymienia się fakt, że wskazuje ona na konieczną rozpiętość między zwrotem z kapitału a jego kosztem, jako na podstawowy warunek tworzenia wartości. Zysk ekonomiczny znajduje ponadto zastosowanie w zarządzaniu przez wartość, ponieważ jest miarą dla danego okresu i łatwiej może być zaadaptowany do oceny osiągnięć z okresu na okres niż np. metoda FCFF⁹⁸. Z tego powodu sposób pomiaru wartości przedsiębiorstwa oparty na koncepcji zysku ekonomicznego jest często wykorzystywany w programach motywacyjnych w nurcie zarządzania przez wartość⁹⁹.

3.3. Szacowanie kosztu kapitału

3.3.1. Uwagi wstępne

Koszt kapitału to parametr niezbędny do wyceny każdą z metod dochodowych, wykorzystywany jednak także w innych obszarach związanych z wartością przedsiębiorstwa i wartością dla właścicieli. Różne jego odmiany stanowią stopy dyskontowe w poszczególnych metodach wyceny, stopy procentowe lub kwoty w formułach narzędzi zarządzania przez wartość, dlatego też jego prawidłowe oszacowanie jest bardzo ważne.

W najogólniejszym ujęciu koszt kapitału definiowany jest jako średni ważony koszt kapitału (WACC) użytego do finansowania aktywów przedsiębiorstwa. W zależności od tego, jakie kapitały finansują aktywa, należy wyznaczyć koszt każdego z tych kapitałów, np.:

- kapitał obcy – kredyt bankowy, obligacje;
- kapitał własny – uprzywilejowany kapitał akcyjny, zwykły kapitał

⁹⁸ Obliczone dla danego okresu przepływy pieniężne nie nadają się do oceny osiągnięć w porównaniu do okresu poprzedniego, ponieważ menedżerowie mogliby zwiększać przepływy pieniężne z danego okresu kosztem przepływów przyszłych i zarazem wartości, np. poprzez ograniczenie wydatków inwestycyjnych. Stwierdzić jednak trzeba, że istnieją także możliwości manipulowania zyskiem ekonomicznym w taki sposób, aby zwiększając jego wysokość jednocześnie zmniejszać wartość przedsiębiorstwa. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 135; A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 871; T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 214.

⁹⁹ Więcej miejsca zaletom i wadom odmianie zysku ekonomicznego – ekonomicznej wartości dodanej, poświęcono w rozdziale czwartym.

akcyjny, zyski niepodzielone.

Średni ważony koszt kapitału jest średnim kosztem kapitałów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo ważonym udziałem każdego z tych kapitałów w bazie kapitałowej:

$$WACC = \sum_{i=1}^n w_i k_i = w_1 k_1 + w_2 k_2 + \dots + w_n k_n \quad (3.28)$$

gdzie:

w_i – waga, tj. udział i – tego składnika kapitału w bazie kapitałowej,

k_i – koszt i – tego składnika kapitału,

n – liczba składników kapitału w bazie kapitałowej.

W szacowaniu kosztu kapitału nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nie można wykorzystać wszystkich najczęściej stosowanych metod, a niekiedy wymagają one pewnego szczególnego podejścia, co wynika z tego, że metody te opracowano w pierwotnej wersji dla spółek giełdowych. W dalszej części rozprawy zaprezentowano podejście, które może być wykorzystane w szacowaniu kosztu kapitału w odniesieniu do analizowanych podmiotów.

3.3.2. Koszt kapitału obcego

W przypadku ogólnym koszt kapitału obcego przed uwzględnieniem opodatkowania to wewnętrzna stopa zwrotu z przepływów pieniężnych generowanych przez wybrane obce źródło finansowania. Ta ogólna zasada ma zastosowanie niezależnie od tego, czy chodzi o wyznaczenie kosztu kredytu bankowego, czy kosztu wyemitowanych przez wyceniane przedsiębiorstwo obligacji. Dlatego też dla oszacowania kosztu kapitału obcego konieczne jest ustalenie wszystkich płatności związanych z danym kapitałem obcym, a następnie znalezienie dla tych przepływów wewnętrznej stopy zwrotu, czyli takiej stopy dyskontowej, dla której bieżąca wartość wydatków zrówna się z bieżącą wartością wpływów¹⁰⁰.

W WACC uwzględnia się koszt kapitału obcego po opodatkowaniu¹⁰¹, który oblicza się zgodnie z wzorem:

¹⁰⁰ Po spełnieniu kilku warunków wystarczająco dobrym przybliżeniem kosztu przed opodatkowaniem kredytu bankowego może być jego oprocentowanie. Jeśli jednak, np. harmonogram spłaty odsetek różni się od harmonogramu spłaty rat kapitałowych (np. miesięczna spłata odsetek oraz kwartalna spłata rat kapitałowych), wtedy aby wyznaczyć koszt tego długu przed opodatkowaniem posłużyć się należy ogólną metodą, tzn. poszukać IRR z płatności generowanych przez dany kredyt. W przypadku obligacji kuponowej z reguły emitent regularnie płaci jedynie odsetki, natomiast spłata zadłużenia głównego dokonywana jest w całości w momencie wykupu obligacji. Dlatego też koszt obligacji wyznacza się jako IRR płatności generowanych przez daną obligację, co w przypadku tego instrumentu nazywane jest stopą dochodu w terminie do wykupu (ang. YTM – yield to maturity). Omówienie wewnętrznej stopy zwrotu (ang. IRR – internal rate of return) znaleźć można m.in. w: K. Jajuga, T. Jajuga, op. cit., s. 40.

¹⁰¹ Określany też jako efektywny koszt długu lub koszt netto kapitału obcego.

$$\text{koszt długu po opodatkowaniu} = \text{koszt długu przed opodatkowaniem} (1-T) \quad (3.29)$$

gdzie:

T – stopa podatku dochodowego.

Oszacowanie kosztu kapitału obcego przy użyciu przytoczonego powyżej ogólnego podejścia nie przysparza trudności w sytuacji pełnego dostępu do danych wewnętrznych przedsiębiorstwa na temat źródeł finansowania. W takiej sytuacji szacowanie kosztu kapitału obcego jest łatwiejszym zadaniem niż szacowanie kosztu kapitału własnego głównie dlatego, że przewidywane obciążenia finansowe dla przedsiębiorstwa z tytułu finansowania kapitałem obcym są w dużej mierze zdeterminowane. Dotyczy to w szczególności kredytu czy obligacji o stałym oprocentowaniu. Jednak w przypadku kredytu czy obligacji o zmiennym oprocentowaniu generowane przez nie przyszłe płatności w momencie dokonywania wyceny nie są znane, a ich wysokość zależy będzie od przyszłych zmian stopy będącej bazą odniesienia dla zmiennego oprocentowania kapitału obcego¹⁰². Powoduje to dodatkową trudność w poprawnym wyznaczeniu kosztu kapitału obcego, która w praktyce wyceny wymusza budowanie modelu finansowego analizowanego przedsiębiorstwa w wielu wariantach, uwzględniających różne możliwe scenariusze kształtowania się wspomnianych stóp procentowych. Zalecanym rozwiązaniem jest też przeprowadzenie analizy wrażliwości wyniku wyceny na zmiany stóp procentowych będących bazą odniesienia dla zmiennego oprocentowania kapitału obcego.

Powyższe uwagi odnosiły się do sytuacji pełnego dostępu do danych przedsiębiorstwa. Kwestia wyznaczenia kosztu kapitału obcego komplikuje się, jeśli nie ma wglądu do danych analizowanego przedsiębiorstwa, a wyceniający dysponuje jedynie sprawozdaniem finansowym i innymi ogólnie dostępnymi danymi. Wtedy wyznaczenie kosztu kapitału obcego przed opodatkowaniem za pomocą opisanych powyżej zasad może nie być możliwe. W takiej sytuacji należy podjąć próbę oszacowania kosztu kapitału obcego przed opodatkowaniem innymi sposobami, w zależności od rodzaju posiadanego przez przedsiębiorstwo długu.

Nie giełdowe przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli bardzo rzadko emitują obligacje notowane publicznie, równie rzadko mają nadany przez odpowiednie agencje rating. Dlatego też dwie z możliwych do zastosowania w takich sytuacjach technik wyznaczenia kosztu kapitału obcego przed opodatkowaniem¹⁰³ są

¹⁰² Np. przy popularnej konstrukcji algorytmu wyznaczania zmiennego oprocentowania o postaci WIBOR + marża, taką bazą odniesienia jest odpowiednia stopa WIBOR.

¹⁰³ Jeśli nie ma dostępu do danych przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli, które wyemitowało obligacje notowane publicznie, a wolumen obrotu uzasadnia stwierdzenie, że są one instrumentem płynnym, to można posłużyć się stopą dochodu w terminie do wykupu obliczoną w oparciu o dane rynkowe. Jeśli wyemitowane obligacje mają niską płynność albo analizowane przedsiębiorstwo w ogóle nie wyemitowało obligacji notowanych publicznie, to do oszacowania kosztu długu posłużyć może nadana temu przedsiębiorstwu ocena ratingowa. Każdemu ratingowi na podstawie danych rynkowych należy przyporządkować

w większości analizowanych podmiotów bezużyteczne. W takiej sytuacji do oszacowania kosztu kapitału obcego posłużyć może **syntetyczna ocena ratingowa**¹⁰⁴. W proponowanej procedurze na podstawie danych rynkowych każdemu ratingowi należy przyporządkować średnią rentowność obligacji z danym ratingiem, która z kolei posłużyć ma do wyliczenia premii za ryzyko powyżej stopy wolnej od ryzyka dla każdego ratingu. Następnie na podstawie syntetycznej oceny ratingowej wybrać należy właściwą premię za ryzyko, która dodana do stopy zwrotu wolnej od ryzyka daje oszacowanie kosztu kapitału obcego przed opodatkowaniem analizowanego przedsiębiorstwa.

Syntetyczną ocenę ratingową sporządzić można na podstawie jednego lub wielu wskaźników finansowych. A. Damodaran jako przykład podaje wyznaczanie oceny ratingowej na podstawie wskaźnika pokrycia odsetek zyskiem¹⁰⁵.

Tabela 3.2

Zależność między wskaźnikiem pokrycia odsetek, ratingiem a premią za ryzyko długu

(EBIT/odsetki) dla większych i mniej ryzykownych firm	(EBIT/odsetki) dla mniejszych i bardziej ryzykownych firm	Rating	Premia za ryzyko długu ponad r_f
powyżej	powyżej		
8,50	12,50	AAA	0,35%
6,50	9,50	AA	0,50%
5,50	7,50	A+	0,70%
4,25	6,00	A	0,85%
3,00	4,50	A-	1,00%
2,50	3,50	BBB	1,50%
2,05	b.d.	BB+	2,00%
1,90	3,00	BB	2,50%
1,75	2,50	B+	3,25%
1,50	2,00	B	4,00%
1,25	1,50	B-	6,00%
0,80	1,25	CCC	8,00%
0,65	0,80	CC	10,00%
0,20	0,50	C	12,00%
$\leq 0,2$	$\leq 0,5$	D	20,00%

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i*

średnią rentowność obligacji z danym ratingiem, która z kolei posłużyć ma do wyliczenia premii za ryzyko powyżej stopy wolnej od ryzyka. W ten sposób na podstawie ratingu oszacować można koszt kapitału obcego przedsiębiorstwa, do którego wyceniający nie ma bezpośredniego dostępu.

¹⁰⁴ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 353.

¹⁰⁵ Zestawienie przedstawione w tabeli 3.2 bazuje na danych z rynku amerykańskiego. Wyznaczone zostało na podstawie danych z serwisu bondsonline.com z lutego 1999 roku, zarówno jeśli chodzi o określenie przedziałów wartości wskaźnika pokrycia odsetek zyskiem w dwóch grupach przedsiębiorstw dla różnych ratingów, jak i o określenie premii za ryzyko długu ponad stopę zwrotu wolną od ryzyka dla różnych ratingów. Dlatego też jego wykorzystanie w odniesieniu do polskich przedsiębiorstw musi cechować się ostrożnością. Stworzenie takiej tabeli, bazującej na danych zaobserwowanych w warunkach polskich, wymagałoby wyselekcjonowania odpowiednich wskaźników, będących podstawą szacunku oraz pozyskania do obliczeń wystarczającej liczby obserwacji, dotyczących średniej rentowności obligacji z poszczególnymi ratingami. Jest to utrudnione ze względu na małą liczbę instrumentów z nadanymi ratingami.

praktyka, wydanie II, ONEPRESS, Gliwice 2007, s. 899, 917.

Po wyznaczeniu syntetycznej oceny ratingowej dla wycenianego przedsiębiorstwa należy przypisać jej odpowiednią premię za ryzyko długu ponad stopę zwrotu wolną od ryzyka, która dodana do stopy wolnej od ryzyka da szukany koszt kapitału obcego przed opodatkowaniem¹⁰⁶.

3.3.3. Koszt kapitału własnego

3.3.3.1. Wybór metod

Wyznaczenie kosztu kapitału własnego jest trudniejsze niż w przypadku kosztu kapitału obcego, ponieważ dotyczy oszacowania oczekiwanej przez właścicieli stopy zwrotu z inwestycji w akcje, udziały lub inaczej oznaczone części własności danego przedsiębiorstwa. Dlatego też stosuje się modele, które uwzględniają przesłanki, jakimi kierują się inwestorzy w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Stwierdzić przy tym należy, że wyznacza się koszt nie kapitału podstawowego, ale całego kapitału własnego, w tym także zysków zatrzymanych¹⁰⁷.

Do oszacowania kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli wykorzystać można¹⁰⁸:

- model wyceny aktywów kapitałowych (ang. CAPM – capital assets

¹⁰⁶ Przykładowo małe i ryzykowne przedsiębiorstwo charakteryzujące się wskaźnikiem pokrycia odsetek zyskiem na poziomie 2,78 otrzymałoby syntetyczną ocenę ratingową „B+”, co w tabeli 3.2 odpowiada premii ponad stopę zwrotu wolną od ryzyka wynoszącej 3,25%. Wtedy przy stopie wolnej od ryzyka na poziomie 5%, koszt kapitału obcego przed opodatkowaniem zostałby oszacowany na poziomie 8,25%.

¹⁰⁷ Zyski zatrzymane w przedsiębiorstwie też mają swój koszt. Zysk po opodatkowaniu generalnie należy się właścicielom. Jeśli zdecydują oni o jego zatrzymaniu w przedsiębiorstwie, pojawia się koszt utraconych możliwości (strata korzyści z inwestycji innego rodzaju, np. w akcje innych spółek, obligacje itp.), jest to bowiem ich kolejna decyzja o zainwestowaniu środków pieniężnych w przedsiębiorstwo. Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 244.

¹⁰⁸ W ogólnym przypadku do oszacowania kosztu kapitału własnego wykorzystać można także metodę dywidendową (model M. Gordona). Metoda dywidendowa nie nadaje się jednak do szacowania kosztu kapitału w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli z tych samych powodów, dla których nie jest to odpowiednia metoda wyceny tego rodzaju podmiotów.

Poza tym pomija się w tym miejscu zarzuty kierowane pod adresem CAPM, kwestionujące jego przydatność w ogóle (por. np. E. F. Fama, K. R. French, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, June 1992, s. 427-465; R.A. Haugen, *Nowa nauka o finansach*, WIG Press, Warszawa 1999). Testy CAPM nie dają jednoznacznych wyników, a niektóre z nich, szczególnie przeprowadzone od 1995 roku z zastosowaniem metodyki warunkowej, potwierdzają zasadność użycia tego modelu. Por. K. Byrka-Kita, Model wyceny aktywów kapitałowych CAPM – metodologia i wyniki testów przeprowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w: E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406/2005, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, Szczecin 2005, tom 1, s. 255-265.

pricing model),

- metodę obligacje plus (ang. bond plus),
- metodę składania (ang. build up method).

3.3.3.2. Model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM)

Często stosowaną metodą szacowania kosztu kapitału własnego jest model wyceny aktywów kapitałowych (ang. CAPM – capital assets pricing model). Definiuje on koszt kapitału własnego jako:

$$k_{KW} = r_f + \beta_i(r_m - r_f) \quad (3.30)$$

gdzie:

k_{KW} – koszt kapitału własnego,

r_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka,

r_m – stopa zwrotu z portfela rynkowego,

$(r_m - r_f)$ – przeciętna rynkowa premia za ryzyko związane z inwestowaniem w akcje,

β_i - współczynnik beta dla akcji danej spółki, przy czym:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho_{i,m} \times \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \quad (3.31)$$

$\text{cov}(r_i, r_m)$ – kowariancja stóp zwrotu z akcji analizowanego przedsiębiorstwa i portfela rynkowego,

$\rho_{i,m}$ – współczynnik korelacji liniowej Pearsona pomiędzy stopami zwrotu z akcji analizowanego przedsiębiorstwa a stopami zwrotu z portfela rynkowego,

$\text{var}(r_m)$ – wariancja stóp zwrotu z portfela rynkowego ($=\sigma_m^2$),

σ_i – odchylenie standardowe stóp zwrotu z akcji analizowanego przedsiębiorstwa.

Model wyceny aktywów kapitałowych określa zatem koszt kapitału własnego jako sumę stopy zwrotu wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko związane z inwestowaniem w akcje danej spółki, przy czym premia za ryzyko wyrażona jest za pomocą współczynnika beta w odniesieniu do premii za ryzyko rynkowe związane z inwestowaniem w akcje na danym rynku kapitałowym. Wynika z tego, że CAPM jest przeznaczony do szacowania kosztu kapitału własnego spółek giełdowych. Może być jednak także zastosowany do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, wymaga to jednak specjalnego podejścia.

Zastosowanie CAPM w wyznaczaniu kosztu kapitału własnego wymaga oszacowania trzech elementów:

- stopy zwrotu wolnej od ryzyka (r_f),
- premii za ryzyko rynkowe ($r_m - r_f$),
- współczynnika beta (β_i).

Oszacowanie stopy wolnej od ryzyka oraz premii za ryzyko rynkowe w przypadku wyznaczania kosztu kapitału własnego dla niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli nie różni się od wyznaczania tych

parametrów w przypadku ogólnym, ponieważ są to parametry uzależnione od uwarunkowań zewnętrznych w stosunku do przedsiębiorstwa (rynkowych).

Za **stopę zwrotu wolną od ryzyka** przyjmuje się stopę zwrotu z instrumentu wolnego od ryzyka niewypłacalności emitenta. Instrumentem takim mogą być np. bony skarbowe czy obligacje skarbowe¹⁰⁹. Ponadto dokonując wyboru instrumentu wolnego od ryzyka niewypłacalności emitenta, należy preferować instrumenty o podstawie dyskontowej¹¹⁰ (czyli obligacje skarbowe zerokuponowe), ponieważ w ich przypadku nie ma ryzyka reinwestycji kuponów i stopa zwrotu jest znana. Natomiast w przypadku walorów o podstawie dochodowej (obligacje skarbowe kuponowe) nie można dokładnie przewidzieć generowanych przez nie zwrotów, co związane jest z występowaniem ryzyka reinwestycji płatności kuponowych. Kwestią wymagającą rozstrzygnięcia jest poza tym wybór obligacji pod względem terminu zapadalności.

Na wielkość **premii za ryzyko rynkowe** wpływa zmienność sytuacji danej gospodarki, struktura i stopień rozwoju rynku kapitałowego, sytuacja polityczna i wiele innych czynników. W praktyce w wyznaczaniu tego parametru zastosować można następujące podejścia¹¹¹:

- oparte na oczekiwaniach analityków i całego rynku co do przyszłego kształtowania się stóp zwrotu z akcji i z obligacji – zakłada, że rynek wycenia instrumenty w sposób prawidłowy; to podejście pozwala obliczyć tzw. premię domniemaną (implikowaną, ex ante);
- oparte na danych historycznych – pozwala wyliczyć tzw. premię historyczną (ex post)¹¹²;

¹⁰⁹ Szereg argumentów przemawia za wyborem obligacji skarbowych:

- lepiej pokazują one przeciętne oczekiwania co do stóp inflacji w dłuższym okresie,
- większość właścicieli inwestuje długoterminowo,
- stopy dochodu z bonów skarbowych podlegają większej liczbie zakłóceń niż stopy dochodu z obligacji skarbowych,
- bony skarbowe są zasadniczo wolne od ryzyka niewypłacalności, ale są zagrożone dość wysokim ryzykiem związanym z kształtowaniem się stóp procentowych przy reinwestycji.

Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 246; A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 321.

¹¹⁰ Chodzi o instrumenty sprzedawane z dyskontem, nieprzynoszące dochodów odsetkowych, dla których jedynym przepływem dodatnim dla nabywcy jest zwrócona wartość nominalna w momencie wykupu. Por. np. R. Steiner, *Kalkulacje finansowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 62-65, 118.

¹¹¹ Wymienione tu podejścia omówione są m.in. w: A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 318-326; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., s. 248-251.

¹¹² Podejście to zakłada, że historycznie odnotowana premia za ryzyko rynkowe może być podstawą do oszacowania premii przyszłej. Rozstrzygnięcia wymagają przy tym kwestie:

- określenia instrumentów, z których stopy zwrotu będą podstawą zdefiniowania premii za ryzyko rynkowe (np. stopa zwrotu z akcji a stopa zwrotu z obligacji skarbowych czy bonów skarbowych);
- określenia indeksu, który w obliczeniach odzwierciedlać będzie portfel rynkowy;
- wyboru średniej arytmetycznej albo geometrycznej, która zostanie użyta w obliczeniach;

- oparte na zmienności gospodarki i ryzyka związanego z danym rynkiem ocenianego na podstawie ratingów¹¹³.

Istotną trudność przedstawia **oszacowanie współczynnika beta**, ponieważ w odniesieniu do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nie można posłużyć się współczynnikami beta obliczonymi na podstawie danych historycznych¹¹⁴. Sposobem na wyznaczenie współczynnika beta i wykorzystanie CAPM w szacowaniu kosztu kapitału własnego przedsiębiorstw niegiełdowych jest zastosowanie **równania R.S. Hamady**¹¹⁵. Zgodnie z tym podejściem, aby oszacować

-
- wyboru długości okresu, dla którego oblicza się stopy zwrotu będące podstawą określania historycznych premii za ryzyko rynkowe (stopy zwrotu dzienne, tygodniowe, miesięczne, kwartalne);
 - wyboru długości okresu, z którego dane uwzględnia się w obliczeniach historycznych premii za ryzyko rynkowe.

W sprawie wyboru średniej eksperci Ibbotson Associates skłaniają się ku średniej arytmetycznej, natomiast A. Damodaran jest zwolennikiem wyboru średniej geometrycznej. Za tym drugim wyborem przemawia fakt analizowania rozwoju zjawiska w czasie, do którego bardziej nadaje się średnia geometryczna, natomiast za średnią arytmetyczną przemawia większa zgodność tego podejścia z założeniami CAPM (inwestorzy kierują się zwrotem i ryzykiem odzwierciedlanymi przez wartość oczekiwaną i odchylenie standardowe).

W zakresie wyboru długości okresu wykorzystywanych danych zwiększenie liczby obserwacji (czyli wydłużenie okresu) prowadzi do wyeliminowania wpływu na szacowane parametry zdarzeń jednorazowych, nadzwyczajnych, anormalnych, co z reguły prowadzi do otrzymania bardziej wiarygodnych szacunków. Z drugiej strony krótszy okres, z którego brane są dane do obliczeń powoduje, że szacunki lepiej odzwierciedlają obecną (niedawną) sytuację analizowanego podmiotu, są bardziej aktualne.

Por. M. Sobczyk, Statystyka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 36, 276; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 249; A. Damodaran, Finanse..., wyd. cyt., s. 321; A. Cwynar, W. Cwynar, Kreowanie..., wyd. cyt., s. 101.

¹¹³ Trzecie z wymienionych podejść zostało opracowane przez A. Damodarana i może być stosowane w sytuacji, kiedy zastosowanie premii historycznej nie ma uzasadnienia. Premia za ryzyko jest tu funkcją zmienności gospodarki i ryzyka związanego z danym rynkiem, a w jej szacowaniu wykorzystuje się oceny ratingowe obligacji skarbowych emitowanych przez poszczególne państwa, jak również dane z rynku amerykańskiego, w szczególności dane dotyczące rentowności obligacji charakteryzujących się różnymi ratingami. Por. A. Damodaran, Finanse..., wyd. cyt., s. 323.

¹¹⁴ W przypadku spółki giełdowej na podstawie historycznych rynkowych stóp zwrotu z akcji oraz odpowiedniego indeksu giełdowego odzwierciedlającego portfel rynkowy oblicza się historyczne współczynniki beta (zgodnie z wzorem (3.31)), a następnie zakłada, że przyszłe współczynniki beta będą się kształtowały na tym samym poziomie. Pamiętać przy tym trzeba, że współczynnik beta obliczony na podstawie danych historycznych informuje o ryzyku akcji w przeszłości, podczas gdy inwestorzy zainteresowani są przyszłym ryzykiem. Poza tym szacowanie współczynnika beta na podstawie danych historycznych wymaga rozstrzygnięcia podobnych kwestii jak w przypadku szacowania historycznej premii za ryzyko rynkowe.

¹¹⁵ R.S. Hamada wyszedł od modelu MM z podatkami i połączył go z CAPM. Koszt kapitału własnego firmy zadłużonej w modelu MM z podatkami to:

$$k_{EL} = k_{EU} + \frac{D}{E} \times (k_{EU} - k_D) \times (1 - T). \text{ Zakładając, że } k_D = r_f \text{ oraz wyrażając koszt kapitału}$$

współczynnik beta należy:

- znaleźć grupę podobnych przedsiębiorstw (grupę odniesienia), które są notowane na giełdzie i działają w tym samym sektorze (lub bardziej ogólnie działają na nie podobne siły rynkowe)¹¹⁶;
- oszacować współczynnik beta dla spółek z grupy odniesienia; tak oszacowany współczynnik beta odzwierciedla zarówno ryzyko operacyjne, jak i ryzyko finansowe, a określany jest jako beta lewarowana (β_L);
- oszacować wartość rynkową wskaźnika struktury kapitału (D/E – relacja kapitału obcego do kapitału własnego) dla każdej ze spółek z grupy odniesienia, a następnie na podstawie równania Hamady oraz uśredniając wynik określić współczynnik beta, jakim charakteryzowałoby się przeciętne przedsiębiorstwo z grupy odniesienia, gdyby było finansowane wyłącznie kapitałem własnym; jest to beta nielewarowana (β_U), a wyznacza ją się zgodnie z wzorem¹¹⁷:

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \frac{D}{E}} \quad (3.32)$$

gdzie:

β_U – beta nielewarowana (ang. unlevered beta) odzwierciedlająca ryzyko operacyjne danej branży (po wyeliminowaniu wpływu struktury finansowania); nazywana też betą aktywów (β_A), operacyjną, oddłużoną i betą branży;

β_L – beta lewarowana (ang. levered beta), nazywana też zadłużoną lub betą kapitału własnego; współczynnik beta firmy, odzwierciedlający zarówno ryzyko operacyjne, jak i finansowe, czyli związane z jej strukturą finansowania oraz stopą

własnego firmy zadłużonej (k_{EL}) za pomocą CAPM, otrzymuje się:

$r_f + \beta_L (r_m - r_f) = r_f + \beta_U (r_m - r_f) + \frac{D}{E} [r_f + \beta_U (r_m - r_f) - r_f] (1 - T)$. Po przekształceniu otrzymuje się wzór R.S. Hamady: $\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right]$.

Jak zaznaczono powyżej, wzór ten zakłada, że koszt długu (k_D) jest równy stopie zwrotu wolnej od ryzyka (r_f). Jeśli dług jest obciążony ryzykiem rynkowym, czyli wskaźnik beta długu (β_D) jest wyższy od zera, to współczynnik beta kapitału własnego firmy zadłużonej można wyrazić następująco: $\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right] - \beta_D (1 - T) \frac{D}{E}$. Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 339.

¹¹⁶ Aby się przekonać, że wyselekcjonowana grupa przedsiębiorstw jest odpowiednią grupą odniesienia, można oszacować korelację pomiędzy przychodami czy zyskami operacyjnymi tych przedsiębiorstw. Jeżeli współczynnik korelacji jest duży i dodatni, to przedsiębiorstwa zostały trafnie dobrane. Ponadto jeżeli przedsiębiorstwo działa w więcej niż jednej branży, to należy stworzyć grupę odniesienia dla każdego rodzaju działalności (zakładu).

¹¹⁷ Równanie R.S. Hamady nie jest jedynym opisującym związek pomiędzy β_L i β_U , choć zapewne najczęściej stosowanym. Różne możliwe wzory opisujące zależność między β_L i β_U na gruncie różnych teorii omawia P. Fernandez. Por. P. Fernandez, Levered and Unlevered Beta, IESE Business School, working paper, wersja z 20.04.2006, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008). Zagadnienie to ma ścisły związek z kwestią obliczania wartości tarcz odsetkowych.

opodatkowania;

- oszacować wskaźnik struktury kapitału dla analizowanego przedsiębiorstwa (D/E) i wyznaczyć współczynnik beta lewarowany (β_L) dla analizowanego przedsiębiorstwa zgodnie z wzorem¹¹⁸:

$$\beta_L = \beta_U \left[1 + (1 - T) \frac{D}{E} \right] \quad (3.33)$$

Ponadto należy rozważyć zastosowanie w odniesieniu do współczynnika beta lewarowanego (β_L) dla grupy odniesienia korekty Bayesa¹¹⁹.

W praktyce największą przeszkodę w zastosowaniu opisanego powyżej podejścia może stanowić trudność w znalezieniu grupy odniesienia, czyli grupy podobnych do analizowanego przedsiębiorstwa spółek giełdowych, dla których dostępne są dane niezbędne do wyliczenia współczynnika beta. Jeśli zastosowanie omówionego powyżej podejścia będzie niemożliwe, można rozważyć zastosowanie w szacunku kosztu kapitału własnego za pomocą CAPM **księgowego współczynnika beta**. Procedura jego szacowania jest analogiczna do wyznaczania rynkowego współczynnika beta, z tym że bada zmienność generowanego przez firmę zysku lub wskaźnika rentowności na tle zysków całego rynku. Wykorzystywanie zysków netto wyznacza w tym przypadku betę lewarowaną, a wykorzystanie zysków operacyjnych wyznacza betę nielewarowaną. Większość badań wskazuje jednak na

¹¹⁸ Jak łatwo zauważyć, jest to wzór (3.32) przekształcony względem β_L . Różnica polega na tym, że we wzorze (3.32) D/E oraz T dotyczą grupy odniesienia, natomiast we wzorze (3.33) – analizowanego przedsiębiorstwa.

¹¹⁹ Korektę Bayesa wywodzi się od stwierdzenia, że współczynniki beta obliczone na podstawie danych historycznych mogą nie być dobrym oszacowaniem przyszłego beta firmy, ponieważ prawdziwe wartości współczynników beta dążą do jedności, podczas gdy tradycyjny sposób obliczania beta prowadzi do niedoszacowania kosztu kapitału w podmiotach o niskim poziomie bety i przeszacowania kosztu kapitału w podmiotach charakteryzującymi się wysokimi współczynnikami beta. Korektę Bayesa stosuje się dla wyeliminowania tego problemu związanego z możliwością wystąpienia błędu w szacunku beta wywołanego ograniczoną liczbą obserwacji. Technika ta „wazy” oszacowany na podstawie danych historycznych współczynnik beta (nazwany teraz „surowym” beta) tak, aby ostateczny wynik był bliższy jedności. Analiza statystyczna wykazała, że „ważenie” współczynników beta poprawia jakość estymacji (taka beta nosi nazwę „skorygowanej” lub bety „Bayesa”):

$$\text{skorygowana beta} = 0,67 \times \text{„beta surowa”} + 0,33 \quad (3.34)$$

Korektę Bayesa nazywa się też korektą M. Blume’a – naukowca, którego badania pozwoliły opracować opisaną powyżej technikę ważenia bety. Na podstawie danych historycznych otrzymał on równanie o postaci $\beta_{\text{Blume}} = 0,635 \times \beta_{\text{surowa}} + 0,371$. Por. K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Pomiar tworzonej wartości w systemie zarządzania wartością, w: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2006, s. 82; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 129-132, 252; A. Cwynar, W. Cwynar, Kreowanie..., wyd. cyt., s. 78; K. Byrka-Kita, Metody korygowania historycznych wartości współczynnika beta – przegląd technik, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2007, s. 218.

niską korelację między współczynnikami beta księgowymi a rynkowymi, zatem beta księgowa jest tylko przybliżeniem bety rynkowej¹²⁰. Ponadto z zastosowaniem tego podejścia wiążą się też inne ograniczenia:

- niewielka liczba danych wejściowych związana z częstotliwością ustalania zysków w firmie, co z reguły daje słabe dopasowanie statystyczne uzyskanego współczynnika beta;
- oparcie się na zyskach księgowych, które mogą być „kreowane” przez zarządzających firmami¹²¹.

Inną ważną implikacją użycia CAPM do oszacowania kosztu kapitału własnego dla przedsiębiorstw niegiełdowych jest domyślne założenie przyjmowane w tej metodzie, że właściciele firmy są zdywersyfikowani¹²². Natomiast przeciętne przedsiębiorstwo niegiełdowe nie posiada tak wielu właścicieli, aby można było nazwać ich zdywersyfikowanymi. W efekcie właściciele interesuje nie tylko ryzyko rynkowe (co uwzględnia współczynnik beta w CAPM¹²³), ale także ryzyko specyficzne dla firmy. Wynikać stąd może konieczność **korekty z tytułu niezdywersyfikowanych właścicieli**. Aby uwzględnić ten fakt w szacowaniu kosztu kapitału własnego, wykorzystać można jedno z trzech rozwiązań¹²⁴:

- jeśli analizowane przedsiębiorstwo zamierza wejść na giełdę, w szacowaniu kosztu kapitału własnego wykorzystać można współczynnik beta obliczony na podstawie danych rynkowych (np. przy użyciu równania R.S. Hamady), a korekta z tytułu braku dywersyfikacji właścicieli nie jest potrzebna, ponieważ potencjalnymi nabywcami są inwestorzy giełdowi;
- koszt kapitału własnego wynikający z CAPM można też podwyższyć o premię za ryzyko specyficzne dla firmy¹²⁵;
- jeśli współczynnik beta jest wyznaczony przy pomocy równania R.S. Hamady, to β_U można skorygować tak, aby odzwierciedlał całkowite ryzyko, a nie tylko ryzyko rynkowe:

$$\beta_{Uc} = \frac{\beta_{Ur}}{\sqrt{R^2}} = \frac{\beta_{Ur}}{\rho_{i,m}} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \quad (3.35)$$

gdzie:

β_{Uc} – nielewarowany współczynnik beta całkowity odzwierciedlający ryzyko rynkowe i specyficzne (ang. total beta);

¹²⁰ Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 416.

¹²¹ Więcej miejsca polityce bilansowej i kreowaniu wyników finansowych poświęcono w rozdziale czwartym.

¹²² Co daje się obronić w odniesieniu do spółek giełdowych. Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 350.

¹²³ Beta mierzy ryzyko dodawane przez dany instrument do zdywersyfikowanego portfela inwestycji. Wynika to z założeń CAPM. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 667.

¹²⁴ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 351; A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 668.

¹²⁵ Tak jak w metodzie składania.

β_{Ur} – nielewarowany współczynnik beta rynkowy (ang. market beta), wyznaczony przy pomocy równania R.S. Hamady (β_U z wzoru (3.32)) na podstawie historycznych danych rynkowych dla grupy odniesienia;

R^2 – współczynnik determinacji, który mówi o tym, jaka część ryzyka spółki jest przypisywana ryzyku rynkowemu, a jaka ryzyku specyficznemu; obliczony dla grupy odniesienia w oparciu o historyczne dane rynkowe¹²⁶; pierwiastek ze współczynnika determinacji to współczynnik korelacji liniowej Pearsona, a skoro $\beta_i = \rho_{i,m} \times \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$, to beta całkowita jest stosunkiem odchylenia standardowego kapitału własnego analizowanej firmy do odchylenia standardowego indeksu rynkowego $\left(\frac{\sigma_i}{\sigma_m} \right)$.

Zależność (3.35) oznacza, że beta całkowita będzie wyższa od bety rynkowej i będzie zależeć od korelacji między firmą i rynkiem – im niższa ta korelacja, tym wyższa beta całkowita. Ma to swoje implikacje w wycenie, ponieważ jeśli będzie ona dokonywana na potrzeby transakcji kupna-sprzedaży przedsiębiorstwa niegiełdowego, gdzie potencjalnym kupującym będzie osoba fizyczna lub inne przedsiębiorstwo niegiełdowe, to stopień korekty opisanej wzorem (3.35) zależność będzie od stopnia zdywersyfikowania portfela potencjalnego nabywcy – im bardziej zdywersyfikowany, tym wyższa korelacja z rynkiem i tym mniejsza korekta całkowitej bety¹²⁷.

Z oszacowaniem kosztu kapitału na potrzeby wyceny dochodowej w odniesieniu do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli wiąże się z reguły **problem odwołania cyklicznego** (błędne koło). W metodzie FCFE polega on na tym, że WACC (stopa dyskontowa) powinien być oparty na wagach rynkowych¹²⁸. Do jego wyznaczenia konieczna jest zatem znajomość wartości rynkowych kapitału własnego i długu, które są nieznane i dopiero są oszacowywane w procesie wyceny metodą FCFE przy użyciu WACC. Podobny problem dotyczy wyceny przedsiębiorstw niegiełdowych we wszystkich metodach, w których koszt kapitału własnego wyznacza się przy pomocy CAPM z wykorzystaniem równania R.S. Hamady. Oszacowanie kosztu kapitału własnego wymaga znajomości wskaźnika struktury kapitału (D/E) na wartościach rynkowych, który z kolei w przypadku przedsiębiorstwa niegiełdowego oblicza się na bazie oszacowanej wartości kapitału własnego, czyli wyniku niniejszej procedury wyceny.

W obu przypadkach pojawia się zatem odwołanie cykliczne, w którym

¹²⁶ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 329.

¹²⁷ W skrajnym przypadku przy współczynniku korelacji równym 1, beta całkowita będzie tożsama z betą rynkową. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 668.

¹²⁸ Taki pogląd wydaje się przeważać, ponieważ to wartości rynkowe odzwierciedlają rzeczywiste roszczenia każdego z dawców kapitału. Por. m.in. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 230; R.W. Mills, op. cit., s. 150; A. Rappaport, op. cit., s. 43; E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 570-572.

wyniki obliczeń są potrzebne jako dane wejściowe do przeprowadzenia tych obliczeń¹²⁹. W wycenie przedsiębiorstw niegiełdowych problem ten bywa rozwiązywany przez wykorzystanie w kalkulacji WACC oraz wskaźnika D/E księgowych wartości kapitału własnego oraz długu¹³⁰.

3.3.3.3. Metoda obligacje plus

Inną metodą, która może posłużyć do oszacowania kosztu kapitału własnego niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli jest metoda stopy dochodu z obligacji z premią za ryzyko, w skrócie nazywana metodą obligacje plus (ang. bond plus). Definiuje ona koszt kapitału własnego jako sumę stopy zwrotu z obligacji danego przedsiębiorstwa (r_D) oraz premii za ryzyko związanej z kapitałem własnym:

$$k_{KW} = r_D + \text{premia za ryzyko} \quad (3.36)$$

Wyznaczenie kosztu kapitału własnego tą metodą wymaga zatem oszacowania dwóch powyższych elementów. Jeśli przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli wyemitowało obligacje, wyznaczenie r_D nie powinno nastręczać trudności – należy jedynie wyznaczyć stopę dochodu w terminie do wykupu. Natomiast jeśli przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli nie jest emitentem obligacji, aby oszacować r_D , należy zastosować metodę opierającą się na syntetycznej ocenie ratingowej przedsiębiorstwa.

Natomiast w wyznaczeniu premii za ryzyko kierować się można danymi historycznymi, opierać na badaniach ankietowych czy prognozach bazujących na oczekiwaniach rynkowych¹³¹. Te ogólne wskazania powodują, że często premię za ryzyko wyznacza się w sposób subiektywny.

3.3.3.4. Metoda składania

Metodą, która może być wykorzystana do oszacowania kosztu kapitału każdego niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli jest metoda składania poszczególnych elementów ryzyka (ang. build up method)¹³². Opiera się ona na założeniu, że koszt kapitału własnego danego przedsiębiorstwa składa się z pewnej liczby możliwych do zidentyfikowania czynników ryzyka, które po zsumowaniu będą odzwierciedlać stopę zwrotu, jakiej może oczekiwać z zainwestowanego kapitału racjonalnie działający inwestor. Koszt kapitału własnego

¹²⁹ Problem ten nie występuje w przypadku wyceny spółek giełdowych, gdzie wartość rynkową oblicza się, bazując na notowaniach giełdowych.

¹³⁰ Pogląd taki wyraża także B. Nita. Por. B. Nita, op. cit., s. 83.

¹³¹ Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 260-262.

¹³² Por. S.P. Pratt, R.J. Grabowski, Cost of Capital: Applications and Examples. Third Edition, John Wiley and Sons, Hoboken 2008, s. 70; J.M. Risius, Business Valuation: A Primer For The Legal Professional, American Bar Association, Chicago 2007, s. 89.

wyznaczyć zatem można z następującego wzoru:

$$k_{KW} = r_f + x_1 + x_2 + \dots + x_n \quad (3.37)$$

gdzie:

r_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka,

$x_{1...n}$ – premie z tytułu czynników ryzyka.

Najczęściej podstawowy wzór w metodzie składania przyjmuje poniższą postać:

$$k_{KW} = r_f + (r_m - r_f) + RP_S \quad (3.38)$$

gdzie:

$(r_m - r_f)$ – przeciętna rynkowa premia za ryzyko,

RP_S – premia za ryzyko specyficzne dla danej firmy.

Uwzględnienie ostatniego składnika sumy we wzorze (3.38) polega na zwiększeniu lub zmniejszeniu kosztu kapitału własnego z tytułu specyficznych czynników ryzyka odnoszących się do danego przedsiębiorstwa wynikających np. z:

- wielkości przedsiębiorstwa,
- charakterystyki branży,
- ryzyka finansowego,
- stopnia dywersyfikacji działalności,
- innych charakterystyk, takich jak kompetencje zarządu, kwalifikacje pracowników, struktura organizacyjna¹³³.

Metoda składania ze względu na swą uniwersalność może być wykorzystana zawsze wtedy, kiedy do oszacowania kosztu kapitału własnego nie można zastosować CAPM. Wadą tego podejścia jest jego subiektywizm.

¹³³ Jedną z propozycji sposobu uwzględniania wpływu ryzyka specyficznego na wysokość kosztu kapitału własnego obejmuje takie czynniki, jak: historyczne wartości wyniku na poziomie operacyjnym, zmienność przychodów oraz zysków (+3,5%); brak doświadczenia i skutecznego zarządu (+1,0%); brak dostępu do źródeł finansowania (+0,5%); zbyt duże uzależnienie od kilku kluczowych osób (+1,0%); brak dywersyfikacji pod względem wielkości oraz położenia geograficznego (+0,5%); brak zasobów marketingowych na tle konkurencji (+0,5%); brak możliwości rozwoju produktu oraz rynku (+0,5%); ograniczenia systemu raportowania finansowego oraz kontroli (+0,5%); patenty, prawa autorskie, koncesje na autoryzowaną dystrybucję, dysponowanie zastrzeżonymi prawami w stosunku do określonych produktów (-1,0%). Należy pamiętać, że zaproponowane korekty mają charakter subiektywny. Por. J.R. Hitchner, *Financial Valuation: Applications and Models*, John Wiley & Sons, USA 2003, s. 146, za: K. Byrka-Kita, *Alternatywne techniki szacowania bety jako miary ryzyka – wybrane problemy*, w: E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 434/2006, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 48, Szczecin 2006, tom 1, s. 268.

3.4. Szacowanie stopy podatkowej

Stopa podatkowa jest istotnym elementem zaprezentowanej w tym rozdziale metodyki wyceny, ponieważ niezbędna jest w kalkulacji dochodów podlegających dyskontowaniu, jak również w szacowaniu kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli. Poza tym oszacowanie stopy podatkowej jest konieczne w wielu innych sytuacjach, w tym w obliczeniach mierników wartości kreowanej, przeanalizowanych w rozdziale czwartym.

Szacując stopę podatkową, rozstrzygnąć należy, czy efekt tarczy podatkowej uwzględnić przy użyciu nominalnej, czy też efektywnej stopy podatkowej. W przypadku stopy nominalnej chodzi o marginalną stopę podatkową, czyli stopę opodatkowania ostatniej złotówki zysku¹³⁴. W przypadku efektywnej stopy podatkowej chodzi o przepływy pieniężne, a nie podatek dochodowy wykazywany księgowo¹³⁵, dlatego oblicza się ją według następującej formuły¹³⁶:

$$\text{efektywna stopa podatkowa} = \frac{\text{zapłacony podatek dochodowy}}{\text{zysk brutto}} \quad (3.39)$$

W wycenie metodami dochodowymi istotne są faktyczne wpływy gotówki z przedsiębiorstwa, a nie dane księgowe. Dlatego konieczne jest uwzględnienie faktycznie realizowanej przez przedsiębiorstwo osłony podatkowej, która może być inna niż wskazywałaby nominalna stopa podatkowa, na skutek różnic pomiędzy prawem podatkowym a prawem bilansowym odnośnie uznawania przychodów za osiągnięte, a kosztów za poniesione, jak również korygowania dochodu w ramach rachunku podatku dochodowego o zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi¹³⁷. Argument ten zyskuje na znaczeniu w odniesieniu do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, których dochody opodatkowane są podatkiem od osób fizycznych (p dof), ponieważ w ramach tego podatku stosowanie odliczeń, doliczeń i ulg jest powszechniejsze i ma większy zakres niż w podatku dochodowym od osób prawnych

¹³⁴ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 248.

¹³⁵ Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 57.

¹³⁶ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1150.

¹³⁷ W rozprawie efektywna stopa (stawka) podatkowa jest definiowana tak jak przedstawiono w powyższej formule. Może być ona jednak rozumiana także jako relacja zapłaconego podatku dochodowego do dochodu podlegającego opodatkowaniu, który z reguły jest różny od zysku brutto. Może być ona różna od stopy nominalnej właśnie na skutek występowania zwolnień, odliczeń, doliczeń i ulg podatkowych. Tak rozumiana stopa efektywna w Polsce dla osób prawnych w 2008 roku wyniosła 17,91%, w porównaniu do 19% stawki nominalnej. Por. Informacja dotycząca rozliczenia podatku dochodowego od osób prawnych za 2008 rok, Ministerstwo Finansów, Warszawa lipiec 2009 r., s. 3, 27, http://mf.gov.pl/_files_/podatki/statystyki/za_2008/informacja_roczna_cit_2008.pdf (dostęp 06.03.2010).

(pdop)¹³⁸. Z tych powodów korzystniejszym jest stosowanie w obliczeniach efektywnej stopy podatkowej.

Algorytm zaprezentowany w niniejszym podrozdziale nadaje się do określenia stopy podatkowej w ujęciu retrospektywnym, jak również prognozowanej stopy podatkowej, np. w wycenie metodami dochodowymi. Wtedy naturalną podstawą jej szacowania są jej historyczne poziomy, w szczególności poziom efektywnej stopy podatkowej z ostatniego dostępnego okresu. Jeśli niezgodność stopy efektywnej ze stopą nominalną jest trwała¹³⁹, to efektywna stopa podatkowa z ostatniego roku może być dobrym szacunkiem tej stopy w przyszłości. Jeśli niezgodność stopy efektywnej ze stopą nominalną jest przejściowa¹⁴⁰, to należy rozważyć zmienną stopę podatkową w okresie szczegółowej prognozy. Jeśli np. stopa efektywna z ostatnich okresów historycznych była zdecydowanie niższa od stopy nominalnej z powodu różnic przejściowych, to w prognozie zastosować można stopę podatkową rosnącą od poziomu historycznej stopy efektywnej do poziomu stopy nominalnej¹⁴¹. W szczególności należy rozważyć w takiej sytuacji użycie marginalnej stopy nominalnej w szacowaniu wartości rezydualnej. Jeśli bowiem efektywna stopa podatkowa niższa od nominalnej wynika z różnic przejściowych, to nie należy oczekiwać utrzymywania się takiej tendencji aż do nieskończoności.

Charakterystyka niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powoduje, że szacowanie efektywnej stopy podatkowej nie jest proste i nie może być wykonane mechanicznie. Trudność dotyczy tych z analizowanych podmiotów, które posiadają formę prawną inną niż spółka kapitałowa, bowiem efektywną stopę podatkową spółek z ograniczoną odpowiedzialnością i spółek akcyjnych zarządzanych przez właścicieli szacuje się tak samo, jak w przypadku spółek kapitałowych zarządzanych przez menedżerów.

Podstawowa trudność w wyznaczaniu efektywnej stopy podatkowej dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli działających w formie prawnej osoby

¹³⁸ Do takich wniosków prowadzi porównanie formuł na obliczenie podatku dochodowego od osób prawnych oraz podatku dochodowego od osób fizycznych, zarówno progresywnego, jak i liniowego, oraz zakresu możliwych odliczeń. Por. M. Poszwa, op. cit., s. 32, 37, 38.

¹³⁹ Tzn. że wynika ze stałych różnic pomiędzy uznawaniem przychodów za osiągnięte a kosztów za poniesione w prawie podatkowym i bilansowym oraz że zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi, o które koryguje się dochód w ramach rachunku podatku dochodowego mają charakter trwały, tzn. będą też obowiązywały w kolejnych okresach.

¹⁴⁰ Tzn. że wynika z przejściowych różnic pomiędzy uznawaniem przychodów za osiągnięte a kosztów za poniesione w prawie podatkowym i bilansowym oraz że zwolnienia, odliczenia, doliczenia i ulgi, o które koryguje się dochód w ramach rachunku podatku dochodowego mają charakter przejściowy. W odniesieniu do małych przedsiębiorstw przykładem przejściowego powodu niezgodności efektywnej stopy podatkowej z nominalną może być stosowanie kredytu podatkowego. Jest ono uregulowane w następujących przepisach: Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, op. cit., art. 44 ust. 7a-7j; Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, op. cit., art. 25 ust. 11-16; Ustawa o zryczałtowanym..., op. cit., art. 21 ust. 6-13.

¹⁴¹ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 249.

fizycznej, spółki cywilnej i spółek osobowych prawa handlowego polega na tym, że podatek dochodowy nie jest płacony przez te podmioty, tylko oddzielnie przez każdego z właścicieli¹⁴². W rachunku zysków i strat podmiotu nie wykazuje się podatku dochodowego, ponieważ jest on płacony przez właściciela¹⁴³, nie można zatem bazując na danych z rachunku zysków i strat obliczyć efektywnej stopy podatkowej¹⁴⁴.

Dokonując oszacowania efektywnej stopy podatkowej korzystać zatem należy z danych właścicieli dotyczących płaconych przez nich podatków dochodowych w ostatnim roku (np. z zeznania podatkowego). Wskazać przy tym należy na różnice wynikające z formy prawnej, sposobów ewidencji podmiotów, jak również możliwych kombinacji indywidualnych sytuacji właścicieli. Algorytm wyboru sposobu szacowania efektywnej stopy podatkowej (ESP) zaprezentowano na rysunku 3.6.

Algorytm szacowania efektywnej stopy podatkowej jest uzależniony m.in. od tego, czy analizowane przedsiębiorstwo działa jako osoba fizyczna prowadząca działalność gospodarczą, czy jako spółka cywilna osób fizycznych bądź osobowa. W tym drugim przypadku poszukiwana stopa podatkowa może być oszacowana jedynie w przybliżeniu jako średnia wynikająca z obciążeń podatkowych poszczególnych właścicieli. Poza tym mianownik poszukiwanej formuły stopy podatkowej zależy od zakresu ewidencji prowadzonej przez jednostkę. Jeśli prowadzone są pełne księgi rachunkowe, to w mianowniku powinien znaleźć się zysk brutto z rachunku zysków i strat (RZIS). Natomiast jeśli formą ewidencji przyjętą przez przedsiębiorstwo jest podatkowa księga przychodów i rozchodów (PKPIR), czyli uproszczona ewidencja przychodów i kosztów o charakterze wyłącznie podatkowym, to zysku brutto się nie wyznacza, a w mianowniku umieścić należy dochód podatkowy¹⁴⁵. Licznik poszukiwanej formuły stopy podatkowej

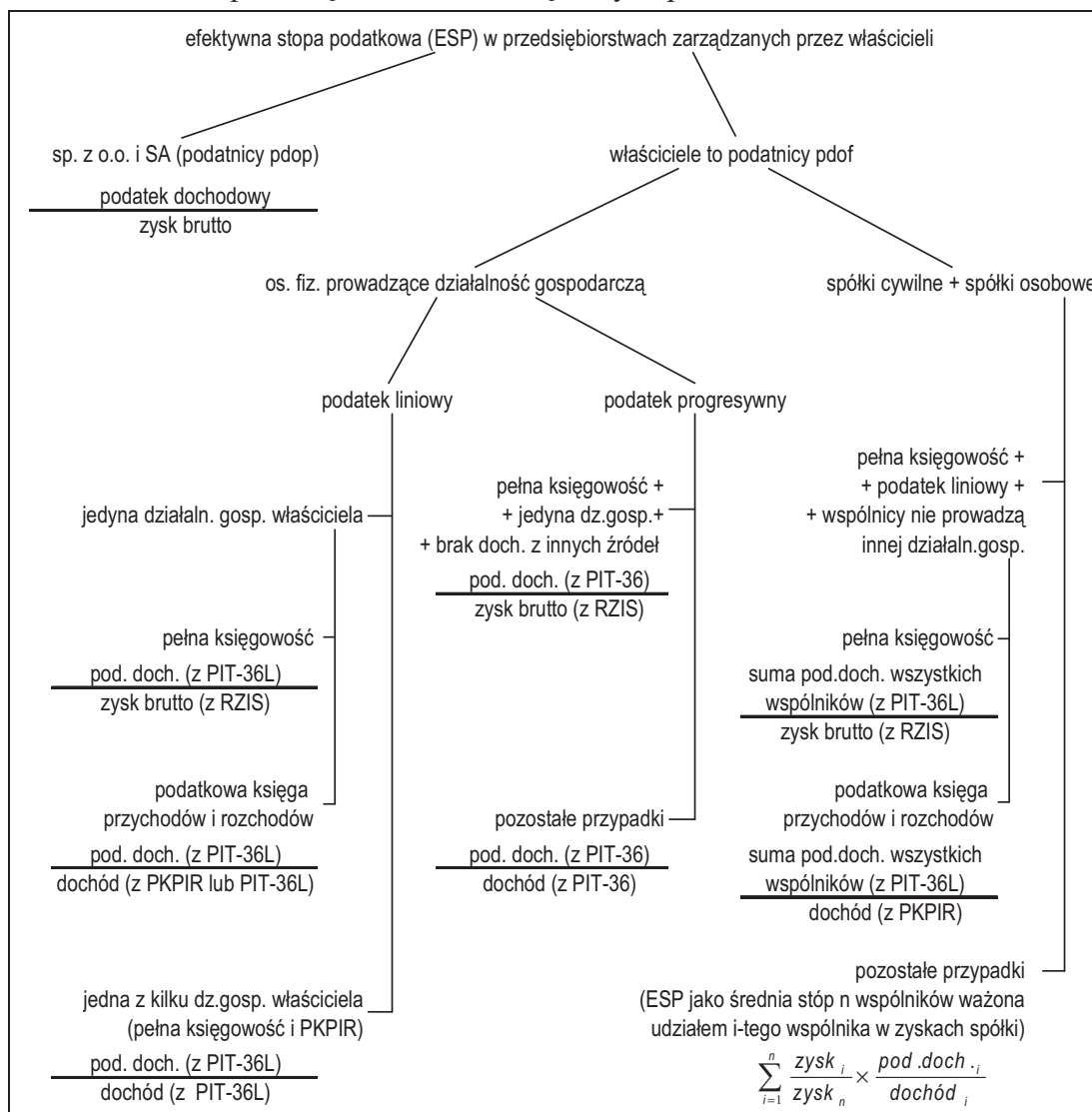
¹⁴² Por. M. Poszwa, op. cit., s. 33.

¹⁴³ Omówiono to szerzej w rozdziale drugim rozprawy. Wynika to z art. 42 ust. 1 p. 4 ustawy o rachunkowości.

¹⁴⁴ Rozwiązanie tego problemu poprzez przyjęcie w prognozie nominalnej stopy podatkowej nie wydaje się wskazane. Po pierwsze trudność dotyczyłaby jej wyznaczenia dla osób fizycznych wykazujących dochód w ramach progresji podatkowej, bowiem w przypadku przekroczenia progu, dochody opodatkowane są w odpowiednich częściach dwoma stawkami nominalnymi (w 2010 roku stawki te to 18% i 32%). Po drugie nawet jeśli by przyjąć w tym przypadku za trafniejszy wybór stopy marginalnej, to stwierdzić trzeba, że szczególnie w podatku dochodowym od osób fizycznych stopa nominalna wykazuje zbyt luźny związek z faktycznymi przepływami pieniężnymi z tytułu podatku dochodowego. Jest to efektem występowania zwolnień, odliczeń, doliczeń i ulg powszechniej oraz w szerszym zakresie niż ma to miejsce w podatku dochodowym od osób prawnych.

¹⁴⁵ W algorytmie pominięto te jednostki, które płacą podatek dochodowy w formie ryczałtu od przychodów ewidencjonowanych lub karty podatkowej, ponieważ w tych formach opodatkowania nie oblicza się dochodu. Poza tym zakres ewidencji podmiotów opodatkowanych w tych formach uproszczonych może wręcz uniemożliwić dokonanie ich wyceny metodami dochodowymi.

Sposoby szacowania efektywnej stopy podatkowej w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli



Źródło: opracowanie własne.

zależy od wyboru podatku dochodowego od osób fizycznych jako podatku liniowego bądź podatku progresywnego. Większa trudność dotyczy szacowania efektywnej stopy podatkowej w przypadku podatku progresywnego, w którym dochody przedsiębiorcy łączy się z dochodami z innych źródeł¹⁴⁶. Wtedy zaproponowane na rysunku 3.6 formuły są jedynie przybliżeniem poszukiwanej stopy podatkowej. W konsekwencji także zaproponowane średnie służące oszacowaniu efektywnej stopy podatkowej dla spółek są przybliżeniem z tego powodu, że w przypadku uśredniania stóp podatkowych poszczególnych wspólników obliczonych dla podatku liniowego

¹⁴⁶ Podatek progresywny ma charakter globalny, a podatek liniowy ma charakter autonomiczny, tzn. obejmuje tylko dochody z działalności gospodarczej. Por. M. Poszwa, op. cit., s. 25, 39.

dochody brane pod uwagę mogą pochodzić także z innych niż wyceniana spółka podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, których wspólnik jest właścicielem, natomiast w przypadku podatku progresywnego dodatkowo mogą pochodzić także ze źródeł innych niż działalność gospodarcza.

Wypracowane powyżej zasady szacowania efektywnej stopy podatkowej dla niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli zastosować należy w procesie wyceny tych podmiotów, przy czym należy je traktować jako stopy podatkowe z punktu widzenia konkretnego podmiotu bądź nawet konkretnego właściciela. Wybór stopy podatkowej, którą uwzględni się w obliczeniach zależy bowiem od motywu wyceny¹⁴⁷. W szczególności jeśli wyceny dokonuje się na potrzeby transakcji kupna przedsiębiorstwa, to w obliczeniach użyć należy prognozowanej efektywnej stopy podatkowej kupującego, którym może być spółka kapitałowa, spółka osobowa, spółka cywilna bądź osoba fizyczna. Ponieważ wyznacza się prognozowaną stopę podatkową, w wycenie uwzględnić należy także fakt, że sfinalizowanie transakcji kupna przedsiębiorstwa może zmodyfikować przyszłą efektywną stopę podatkową kupującego.

Wynik wyceny, czyli oszacowanie wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, jest dla właścicieli wartością potencjalną, która nie jest tożsama z wartością im przekazaną. W kwestii realizacji wartości właściciele mogą próbować przekazywać ją za pośrednictwem zysku, bądź też za pośrednictwem kosztów. Wybór jednego bądź drugiego sposobu realizacji wartości nie jest obojętny podatkowo. Jednak zaprezentowane w niniejszym rozdziale metody wyceny zmierzają do wyznaczenia wartości potencjalnej (wartości kapitału własnego), a nie wartości zrealizowanej (wartości dla właścicieli)¹⁴⁸.

Wycena z wykorzystaniem efektywnej stopy podatkowej przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli działającego w innej formie prawnej niż spółka kapitałowa jest uzasadniona faktycznym występowaniem w tych przedsiębiorstwach odsetkowej tarczy podatkowej, która ze względu na ich specyfikę, ujawnia się dopiero na poziomie podatku od dochodów właścicieli. Różnica między tą grupą podmiotów a spółkami kapitałowymi polega na tym, że przekazanie tej potencjalnej wartości właścicielom poprzez dywidendę w spółce kapitałowej wiązałoby się z koniecznością jej opodatkowania, a w pozostałych podmiotach – już nie¹⁴⁹.

W stosowaniu efektywnej stopy podatkowej dla potrzeb wyceny metodą FCFF podkreślić należy ponadto konieczność jej konsekwentnego ujmowania

¹⁴⁷ Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 673.

¹⁴⁸ Właśnie dlatego w prezentowanych metodach wyceny kwoty przez-kosztowego transferu wartości z powrotem dodaje się do dochodów podlegających dyskontowaniu, aby nie mylić tych dwóch kwestii – kategorii wartości, które powstają w innych fazach procesu jej tworzenia.

¹⁴⁹ Jest to wynikiem podwójnego z punktu widzenia właścicieli opodatkowania dochodu ze spółek kapitałowych i pojedynczego opodatkowania dochodu ze spółek osobowych, cywilnych i podmiotów prowadzących działalność gospodarczą jako osoby fizyczne.

zarówno w przepływach pieniężnych, jak i w koszcie kapitału obcego po opodatkowaniu, będącym elementem WACC.

Poza tym uwzględnienie efektywnej stopy podatku dochodowego w rachunku kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu powinno umożliwić prawidłowe oszacowanie tego elementu kosztu kapitału, czyli jego obniżenie w wyniku występowania tarczy podatkowej, tylko wtedy, gdy ona występuje. Efekt tarczy podatkowej dotyczy bowiem tylko okresów osiągania wystarczająco wysokiego zysku przed odjęciem odsetek (zysku operacyjnego). Oznacza to np., że w okresach osiągania straty podatkowej efekt tarczy podatkowej nie występuje, a koszt kapitału obcego po opodatkowaniu jest równy kosztowi kapitału obcego przed opodatkowaniem. Wtedy efektywna stopa podatkowa powinna być w rachunku zerowa.

3.5. Dyskonto z tytułu braku płynności i premia za kontrolę

Elementy, które należy uwzględnić w wycenie większości przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, to dyskonto z tytułu braku płynności oraz premia za kontrolę. Wynika to z faktu, że zaadaptowane na potrzeby wyceny niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli dochodowe metody wyceny kapitału własnego zostały opracowane w pierwotnej postaci dla spółek giełdowych z dwoma domyślnymi założeniami. Po pierwsze metody te prowadzić mają do wyceny akcji (lub innej jednostki odzwierciedlającej udział w kapitale własnym), która posiada walor płynności¹⁵⁰. Po drugie metody te postrzegają wartość własności przedsiębiorstwa z perspektywy właściciela mniejszościowego, a nawet wręcz z perspektywy pojedynczego rozproszonego akcjonariusza.

Różnica pomiędzy niegiełdowymi przedsiębiorstwami zarządzanymi przez właścicieli a spółkami giełdowymi z rozproszonym akcjonariatem polega na tym, że z reguły nie spełniają one żadnego z dwóch powyższych założeń. Ponieważ jednak do wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli używa się metod, które czynią te dwa domyślne założenia, fakt ten należy w wycenie uwzględnić. Sposobem na to jest zastosowanie w końcowym etapie obliczeń dyskonta z tytułu braku płynności (jeśli pierwsze z domyślnych założeń nie jest spełnione) oraz premii za kontrolę (gdy drugie z założeń nie jest spełnione).

Dyskonto z tytułu braku płynności wywodzi się z oczywistego ustalenia, że walor płynny cechuje wyższa wartość niż analogiczny walor niepłynny. Oznacza to, że jeśli wyznacza się wartość waloru, który nie jest notowany na giełdzie, w oparciu o notowania innego podobnego do wycenianego (czy wręcz takiego samego jak wyceniany), który jest notowany na giełdzie, to wartość waloru notowanego na giełdzie musi być wyższa niż wartość waloru nienotowanego, ponieważ ten pierwszy można niemalże natychmiast i bez ponoszenia kosztów sprzedać. Sprzedaż

¹⁵⁰ Chodzi tu o płynność rozumianą jako możliwość sprzedaży akcji bez znacznych kosztów i utraty wartości w stosunku do aktualnych notowań, która w odniesieniu do płynnych walorów występuje w zasadzie w dowolnym momencie.

wycenianego nienotowanego waloru wymagałaby natomiast poniesienia kosztów transakcyjnych i z pewnością dokonanie całej transakcji trwałoby znacznie dłużej.

Stąd w końcowym etapie wyceny dla przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie¹⁵¹ należy otrzymaną wartość kapitału własnego umniejszyć o wspomniane dyskonto z tytułu braku płynności¹⁵².

Większość teoretycznych modeli obliczania dyskonta łączy je z oczekiwanymi kosztami transakcyjnymi, jakie należałoby ponieść, aby sprzedać pozbawione płynności aktywa, jak również jego wysokość uzależnia od horyzontu czasowego, w jakim inwestor będzie w posiadaniu tych aktywów (mniejsze koszty transakcyjne, jeśli inwestor ma długi horyzont inwestycyjny, wyższe koszty transakcyjne, jeśli inwestor ma krótki horyzont inwestycyjny)¹⁵³.

W praktyce problemem jest ustalenie odpowiedniej wysokości dyskonta za brak płynności. A. Damodaran zauważa, że zwykle przyjmuje się je w sposób arbitralny na poziomie 25-30%¹⁵⁴. Podobne zdanie wyraża W. Frąckowiak, powołując się na badania z rynku amerykańskiego, które dały przeciętny wynik dyskonta na poziomie około 25%¹⁵⁵. Z kolei D. Zarzecki przytacza wyniki badań, według których dyskonto z tytułu braku płynności wynosi od 30% do 70%, zaznaczając że wśród autorów występują dość duże różnice poglądów co do akceptowanej rozpiętości przedziału dyskonta¹⁵⁶.

Biorąc pod uwagę powyższe wskazania, stwierdzić należy, że dyskonto z tytułu braku płynności powinno się indywidualnie dobrać do charakterystyki wycenianego podmiotu i uwzględniać takie czynniki jak¹⁵⁷:

- wielkość firmy – im większe przedsiębiorstwo, tym niższe dyskonto wyrażone w procentach;
- rodzaj aktywów firmy – przedsiębiorstwa posiadające płynne aktywa (np.

¹⁵¹ Dyskonto z tytułu braku płynności dotyczyć może także walorów, które co prawda są wyceniane na giełdzie, ale ich płynność jest niska. Por. A. Damodaran, *Finanse ...*, wyd. cyt., s. 1172.

¹⁵² To tylko jedna z możliwości. Różnicę w płynności wycenianych walorów można uwzględnić także, korygując stopę dyskontową lub w wycenie porównawczej poprzez porównanie z wyceną rynkową firm o podobnej płynności do wycenianej. Por. A. Damodaran, *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, working paper, Stern School of Business, July 2005, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 29.01.2007), s. 19-22, 34.

¹⁵³ Por. A. Damodaran, *Marketability...*, wyd. cyt., s. 19.

¹⁵⁴ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1173.

Ten sam autor analizuje różne sposoby uwzględniania braku płynności w wycenie. Argumentuje także, że dyskonto powinno być zazwyczaj przyjmowane na poziomie niższym niż wspomniane 25-30%. Por. A. Damodaran, *Marketability...*, wyd. cyt., s. 36.

¹⁵⁵ Por. W. Frąckowiak (red.), *Fuzje...*, wyd. cyt., s. 235.

¹⁵⁶ Na przykład według jednego z nich (I.L. Blackmana) dyskonto wynosić powinno od 15% do 35%. Por. D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 240.

¹⁵⁷ Por. A. Damodaran, *Finanse...*, wyd. cyt., s. 1173; A. Damodaran, *Marketability...*, wyd. cyt., s. 36.

krótkoterminowe papiery wartościowe i cenne nieruchomości) powinny mieć niższe dyskonto niż firmy z mniej płynnymi aktywami¹⁵⁸;

- kondycja finansowa i przepływy pieniężne firmy – stabilne przedsiębiorstwa generujące wysokie przepływy pieniężne powinny mieć niższe dyskonto niż np. firmy w początkowych fazach cyklu życia;

- prawdopodobieństwo wejścia na giełdę w przyszłości – im wyższe w odniesieniu do wycenianej firmy, tym niższe powinno być dyskonto;

- istnienie pakietu kontrolnego – inwestowanie w firmę niegiełdową jest bardziej atrakcyjne, jeśli kupuje się pakiet kontrolny; stąd pakiet kontrolny akcji firmy niegiełdowej powinien być bardziej płynny niż akcje nie dające pakietu kontrolnego¹⁵⁹.

Podjęmowane są próby ustalenia algorytmów, za pomocą których można by oszacować dyskonto z tytułu braku płynności w oparciu o charakterystyki specyficznego przedsiębiorstwa¹⁶⁰.

W szczególnej sytuacji, kiedy wyceniane przedsiębiorstwo ma zostać sprzedane inwestorowi, który nabywa pakiet kontrolny, a jednocześnie wyniki ekonomiczne i warunki formalne umożliwiają skuteczne przeprowadzenie oferty publicznej, za dyskonto z tytułu braku płynności przyjąć można koszty upublicznienia spółki (koszty IPO – ang. initial public offering)¹⁶¹. Koszty upublicznienia obejmują między innymi koszty opłat sądowych i administracyjnych związanych z procedurami dopuszczeniowymi, wynagrodzenia subemitentów, koszty prospektu emisyjnego oraz doradztwa, jak również koszty promocji oferty¹⁶².

¹⁵⁸ Można stwierdzić, że w takiej sytuacji zastosowanie dyskonta nie powinno dawać wartości dochodowej (czy wartości z metod porównawczych) niższej niż wartość upłynnienia całego płynnego majątku przedsiębiorstwa.

¹⁵⁹ W wymienionych powyżej czynnikach należy upatrywać przyczyn tego, że do wyceny banków i innych instytucji finansowych używa się zazwyczaj nieco niższego dyskonta z tytułu braku płynności niż w przypadku innych branż. Por. D. Zarzecki, *Metody...*, wyd. cyt., s. 240.

¹⁶⁰ Można tego dokonać różnymi metodami. Jednym z takich algorytmów jest wzór zaproponowany przez W.L. Silbera, bazujący na różnicy pomiędzy cenami amerykańskich akcji o ograniczonej zbywalności a cenami akcji zwykłych. Innym sposobem na uwzględnienie różnic w płynności walorów jest użycie rozpiętości między cenami ofert kupna i sprzedaży (ang. bid-ask spread) do oszacowania dyskonta z tytułu braku płynności. „Spread bid-ask” może być uważany za miarę stopnia płynności danej akcji notowanej na giełdzie, dlatego też może on posłużyć do zbudowania modeli opartych na regresji, które pozwolą oszacować dyskonto z tytułu braku płynności. W przypadku przedsiębiorstw niegiełdowych należy odnieść spread bid-ask spółek giełdowych do zmiennych, które mogą być wyznaczone dla firm niegiełdowych, np. ich przychodów. Por. A. Damodaran, *Marketability...*, wyd. cyt., s. 37-40.

¹⁶¹ Por. G. Mikołajewicz, Koszty pierwszych ofert publicznych a dyskonto z tytułu braku płynności (na podstawie IPO na GPW w Warszawie), w: W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 10*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008, s. 579.

¹⁶² Por. G. Mikołajewicz, Pierwsze oferty publiczne (IPO) na GPW w Warszawie w roku 2006 – koszty emisji, w: J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 353.

Warto przy tym pamiętać, że ten sposób wnioskowania na temat dyskonta z tytułu braku płynności skutkować będzie jedynie niedoskonałym przybliżeniem jego wielkości, które nie obejmuje kosztów związanych z upływem czasu, jaki potrzebny jest na wprowadzenie spółki na giełdę, wynikających z tego kosztów utraconych możliwości, czy kosztów dyskonta uwzględnionego w cenie emisyjnej¹⁶³. Koszty emisji w IPO przeprowadzonych w Polsce w 2006 i 2007 roku wskazywałyby na dyskonto z tytułu braku płynności na poziomie 6,0-8,5%¹⁶⁴.

Premia za kontrolę wynika z chęci uwzględnienia w wycenie faktu, że wyceniane przedsiębiorstwo może być lepiej zarządzane niż jest obecnie. Wartość kontroli wywodzi się z tego, że posiadając ją, potencjalnie można zmienić sposób prowadzenia biznesu w taki sposób, aby był on więcej wart. Potencjalną wartość kontroli wyznaczyć można jako różnicę między wartością przedsiębiorstwa optymalnie prowadzonego (**wartość optymalna**) a wartością przedsiębiorstwa obecnie (**wartość status quo**). Ta potencjalna wartość kontroli posłużyć może jako wyznacznik premii za kontrolę, przy czym wyznaczając ją uwzględnić należy także prawdopodobieństwo zmiany zarządzających przedsiębiorstwem¹⁶⁵. Stwierdzenie to ma swoje implikacje w zasadzie w każdym aspekcie wyceny, oznacza to bowiem, że¹⁶⁶:

- wartość kontroli jest różna dla różnych przedsiębiorstw – skoro premia za kontrolę jest różnicą pomiędzy wartością optymalnie prowadzonej firmy a wartością obecną, to przedsiębiorstwa źle zarządzane powinny charakteryzować się większą premią za kontrolę, a firmy dobrze prowadzone – mniejszą;
- z powyższego wynika, że przyjmowanie arbitralnej wielkości premii za kontrolę, która charakteryzuje wszystkie firmy (np. na poziomie od 20% do 30%), nie wydaje się uzasadnione¹⁶⁷;
- jeśli przedsiębiorstwo ma nie najlepsze wyniki, to na wartość premii za kontrolę wpływać powinny także powody tego stanu rzeczy, a nie tylko sam fakt jego występowania – jeśli powodem jest złe zarządzanie, to premia będzie wyższa, jeśli natomiast czynniki zewnętrzne – premia będzie niższa;
- premia za kontrolę powinna być funkcją trudności, z jaką można dokonać

¹⁶³ Ma ono na celu uzyskanie nadmiaru popytu nad podażą podczas emisji, co zapewnić ma wzrost i stabilność kursu akcji podczas pierwszych notowań. Por. G. Mikołajewicz, Koszty..., wyd. cyt., s. 584.

¹⁶⁴ Por. tamże, s. 585.

¹⁶⁵ Por. A. Damodaran, The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, working paper, Stern School of Business, June 2005, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 29.01.2007), s. 39.

¹⁶⁶ Por. tamże, s. 41, 58.

¹⁶⁷ W podejściach, które podają te wartości, premię za kontrolę często utożsamia się z premią powyżej rynkowej ceny akcji zapłaconą za przejęcie firmy. W rzeczywistości tak rozumiana premia obejmować może także wartość innych powodów dokonywania transakcji, np. efektów synergii, jakie uzyskają połączone podmioty po zrealizowaniu transakcji przejęcia czy połączenia przedsiębiorstw.

zmian prowadzących do wzrostu wartości – jeśli łatwiej i szybciej można je przeprowadzić, a ich efekty pojawią się rychło w przepływach pieniężnych generowanych przez firmę, to premia powinna być wyższa.

Wyższa wartość udziału we własności posiadającego atrybut kontroli znajduje uzasadnienie także na gruncie teorii związanych z nadzorem właścicielskim. Posiadanie pakietu kontrolnego pozwala bowiem na bardziej efektywny, niż w przypadku właścicieli mniejszościowych, nadzór właścicielski, a przez to zmniejsza zagrożenie wystąpienia kosztów agencji.

Powyższe stwierdzenia odnoszą się także do niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Szczególna sytuacja dotyczy przedsiębiorstwa będącego własnością jednego przedsiębiorcy, które jest zazwyczaj przez niego prowadzone, a wartość tego przedsiębiorstwa uwzględnia jakość zarządzania przez właściciela. Ponieważ wrogie przejęcie takiego przedsiębiorstwa nie wchodzi w grę, kwestia określenia premii za kontrolę dotyczyć będzie tylko sytuacji sprzedaży całości albo części własności firmy. W niegiełdowej spółce będącej własnością wielu wspólników określenie premii za kontrolę będzie potrzebne przy wycenie pakietu kontrolnego¹⁶⁸.

Skoro pakiet większościowy w takiej firmie daje właścicielowi efektywną kontrolę nad firmą, wartość udziału w pakiecie kontrolnym powinna być odpowiednio wyższa niż wartość udziału w pakiecie mniejszościowym. Wielkość tej różnicy¹⁶⁹ można wyznaczyć posługując się wartością optymalną oraz wartością status quo. Powyższe zależności oznaczają bowiem, że przy kupnie udziału kontrolnego maksymalna akceptowana przez kupującego cena powinna być wyznaczona przez wartość optymalną, która uwzględnia zmiany, jakie będzie można zrobić po zakupie i przejęciu kontroli nad firmą. Natomiast przy kupnie udziału mniejszościowego minimalna akceptowana przez kupującego cena powinna być wyznaczona przez wartość status quo¹⁷⁰. Wynika z tego, że im wyższa różnica pomiędzy wartością optymalną a wartością status quo, tym większa różnica pomiędzy wartością udziału kontrolnego a wartością udziału mniejszościowego, a zatem tym większa także premia za kontrolę (dyskonto udziału mniejszościowego).

Skoro wartość premii za kontrolę zależy od możliwości wprowadzenia usprawnień w stosunku do aktualnej jakości zarządzania, to w wycenie metodami dochodowymi przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli mechaniczne

¹⁶⁸ Warto przy tym zauważyć, że kontrola nie zawsze musi wymagać 51% udziału we własności. W spółce niewielu (np. dwóch) wspólników udział we własności pozwalający na przejęcie kontroli jest z reguły tożsamy z udziałem większościowym, jednak wraz z rozproszeniem własności udział we własności potrzebny do sprawowania kontroli maleje, co widać na przykładzie wielu spółek giełdowych. Por. A. Damodaran, *The Value...*, wyd. cyt., s. 56-58.

¹⁶⁹ Dyskonta w wycenie udziału mniejszościowego w stosunku do udziału kontrolnego (ang. minority discount) lub premii w wycenie udziału kontrolnego w stosunku do udziału mniejszościowego (ang. control premium).

¹⁷⁰ Por. tamże, s. 56.

stosowanie premii za kontrolę na poziomie np. 20% powyżej wyceny dochodowej nie wydaje się uzasadnione. Premię za kontrolę można stosować, jeśli jest to wycena na potrzeby transakcji kupna-sprzedaży, a jej wysokość zależy będzie od skali możliwych do wprowadzenia usprawnień i wynikającej z nich różnicy między wartością optymalną a wartością status quo. Natomiast jeśli firma (lub kontrolny udział w jej własności) nie ma zostać sprzedana, to wycena dochodowa przedstawia faktyczną wartość przedsiębiorstwa kontrolowanego przez aktualnych właścicieli, opiera się bowiem na założeniach opracowanych dla sytuacji, w której skład właścicieli i zarządzających się nie zmieni. Stąd stosowanie premii za kontrolę w wycenie dochodowej zależy od celu wyceny, osoby zlecającego wycenę i jej zamierzeń (np. potencjalnego inwestora) i nie może być przeprowadzane mechanicznie.

W przypadku wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli metodami porównawczymi, wycena opierająca się na mnożnikach opisujących wartość przedsiębiorstw podobnych z reguły dotyczy właścicieli mniejszościowych, w związku z czym stosowanie premii za kontrolę powinno mieć miejsce. Rozstrzygnięcia wymaga jedynie kwestia wysokości tej premii.

Mimo że, jak stwierdzono powyżej, stosowanie takiej samej premii za kontrolę dla różnych podmiotów nie wydaje się zasadne, amerykańscy praktycy stosują zazwyczaj premię za kontrolę w transakcjach dotyczących firm niegiełdowych na poziomie 15-20%¹⁷¹. Wydaje się, że również w polskiej praktyce wycen najczęściej przyjmuje się wielkości premii za kontrolę ustalone arbitralnie bądź też powołujące się na wyniki badań amerykańskich, zachodnioeuropejskich, a także polskich. Według jednego z takich badań dokonanych w warunkach polskich średnia premia za kontrolę wynosiła 15,15%¹⁷².

3.6. Podsumowanie

Znaczenie dochodowych metod wyceny wynika ze sposobu pomiaru wartości najbliższej związanego z koncepcją przyjmującą za cel działalność przedsiębiorstwa zwiększanie wartości dla właścicieli. Zmierzają one do pomiaru wartości kapitału własnego, a zwiększanie wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym tworzenia wartości dla właścicieli. Znaczenie metod dochodowych w wycenie niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli wynika także z faktu, że ich finansowa specyfika powiązana jest z przepływami pieniężnymi na linii przedsiębiorstwo-właściciele. Uwzględnienie tej specyfiki w wycenie metodami dochodowymi (zaprezentowano cztery metody szczegółowe: FCFF, FCFE, APV oraz zdyskontowanego zysku ekonomicznego)

¹⁷¹ Wyniki różnych badań na ten temat podano m.in. w: A. Damodaran, *The Value...*, wyd. cyt., s. 58.

¹⁷² Jest to średnia premia za kontrolę w 2001 roku na cztery tygodnie przed datą wezwania. Por. A. Kowalski, *Rośnie premia za kontrolę*, *Finansista* nr 3 (16), marzec 2003, s. 68-69.

polega na korekcie dochodów podlegających dyskontowaniu do poziomów, jaki przyjmowałyby, gdyby nie stosowano przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom. W niniejszym rozdziale zaprezentowano formuły szacowania dochodów podlegających dyskontowaniu w każdej z metod szczegółowych.

Charakterystyka nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli generuje implikacje dla szacowania wartości rezydualnej we wszystkich metodach szczegółowych. Najważniejszymi cechami w tym kontekście są rzadsza niż w przypadku przedsiębiorstw zarządzanych przez menedżerów wymiana wyższej kadry zarządzającej oraz problem sukcesji. Powodują one, że przyjmowane w wycenie często mechanicznie założenie kontynuacji działalności aż do nieskończoności nie jest uzasadnione, dlatego też rozważyć należy oszacowanie wartości rezydualnej bazujące na podejściu likwidacyjnym.

Specjalnego podejścia wymaga także oszacowanie kosztu kapitału, szczególnie kapitału własnego. W rozprawie przedstawiono modyfikacje metod oryginalnie przeznaczonych dla spółek giełdowych, umożliwiające zastosowanie ich w odniesieniu do nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Jeśli jednak ich wykorzystanie byłoby niemożliwe, wykorzystać można metody mniej wyrafinowane, cechujące się jednak większym subiektywizmem.

Specyfika analizowanych podmiotów odnosi się także do wyznaczania stopy podatkowej, która jest składową formułą obliczeniowych dochodów podlegających dyskontowaniu, jak również kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu. W szczególności trudność dotyczy oszacowania stopy podatkowej dla przedsiębiorstw działających w formie prawnej spółek osobowych, cywilnych i osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą, ponieważ podatek dochodowy nie jest płacony przez te podmioty, tylko oddzielnie przez każdego z właścicieli. Zaproponowany algorytm pozwala na przezwycięzenie tej trudności.

W wycenie analizowanych podmiotów stosować należy także dyskonto z tytułu braku płynności, jak również często premię za kontrolę. Te dwa elementy zamykają katalog specyficznych elementów metodyki wyceny nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Zaznaczyć należy, że opracowana metodyka odnosi się co prawda do wyceny nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ale wprowadzone w nim korekty uwzględniające możliwość przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom w tego typu podmiotach mogą i powinny zostać przeniesione na ogólny model analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych w tego typu podmiotach. Oznacza to np., że w analizie opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych w nie giełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli nie powinno się obarczać analizowanego projektu przepływami stanowiącymi przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom. W praktyce oznacza to konieczność formułowania przepływów pieniężnych podlegających dyskontowaniu zgodnie z ustaleniami zawartymi w niniejszym rozdziale.

Rozdział IV

Szacunkowy dochód nadwyżkowy jako miernik wartości dla właścicieli

4.1. Kryteria doboru miernika wartości dla właścicieli

Zarządzanie przez wartość wymaga nie tylko właściwego modelu wyceny przedsiębiorstw, ale przede wszystkim wypracowania narzędzia pomiaru, które odpowiadałoby na pytanie o wytworzoną w danym okresie wartość dla właścicieli. Sprawne zarządzanie nakierowane na wartość dla właścicieli wymaga bowiem systematycznego monitorowania, jak ta wartość się zmienia¹.

Nadrzędne znaczenie miernika wyników działalności wyraża się także w tym, że jeśli zostanie on poprawnie zdefiniowany, może zostać wykorzystany w przedsiębiorstwie w różnych obszarach, np. w ocenie opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych, w konstruowaniu planów dla poszczególnych jednostek przedsiębiorstwa, w ocenie osiągniętych przez te jednostki wyników, w budowie systemu motywacyjnego itd.

Wykorzystywane mierniki, które w założeniu syntetycznie przedstawiają wyniki działalności przedsiębiorstwa, podzielić można na dwie grupy:

- mierniki księgowe,
- mierniki wartości kreowanej (nurtu zarządzania przez wartość).

Do pierwszej grupy zaliczyć należy te miary, których kalkulacja opiera się na danych pochodzących z księgowości, a najczęściej – ze sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa. W tej kategorii mieści się większość mierników efektywności wywodzących się z klasycznej analizy finansowej.

Do mierników wartości kreowanej zaliczyć należy ekonomiczną wartość dodaną i inne odmiany zysku ekonomicznego, gotówkową stopę zwrotu z inwestycji i gotówkową wartość dodaną, gotówkową wartość dodaną E. Ottossona i F. Weissenriedera, ekonomiczną wartość dodaną dla właścicieli².

Duże znaczenie miernika wyników w zarządzaniu przez wartość każe poszukiwać odpowiedniej miary, która byłaby przydatna dla niegiełdowych przedsiębiorstw charakteryzujących się brakiem rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Aby dokonać trafnego wyboru, sformułowano **cztery kryteria, jakie powinien spełniać poszukiwany miernik wartości dla właścicieli.**

¹ Wpisuje się to w rozumowanie, zgodnie z którym zarządzać da się tym, co można zmierzyć.

² Mierniki i oparte na nich systemy zarządzania przez wartość to swego rodzaju „produkty” firm doradczych. Mnogość dostępnych mierników wartości kreowanej, jak również natężenie zabiegów marketingowych poszczególnych firm doradczych promujących własne narzędzia, doprowadziły do sytuacji, w której mówi się o „wojnie mierników”. Por. R. Myers, Metric Wars, CFO – The Magazine for Senior Financial Executives, October 1996 (Vol. 12), s. 41-50.

Po pierwsze poszukiwany miernik powinien mierzyć wartość wytworzoną dla właścicieli, a nie tylko zmianę wartości przedsiębiorstwa. Ponieważ celem działalności przedsiębiorstw jest zwiększanie wartości dla ich właścicieli, poszukiwany miernik powinien mierzyć stopień realizacji tego celu, a nie tylko warunku koniecznego jego realizacji.

Po drugie miernik ten powinien uwzględniać finansową specyfikę przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, czyli przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom³. Ponieważ specyfika ta wyraża się w odmiennym od innych podmiotów realizowaniu wartości, uwzględnienie tego charakterystycznego sposobu wypełnienia ostatniej fazy procesu tworzenia wartości dla właścicieli wydaje się kluczowe.

Po trzecie powinna to być miara możliwie mało skomplikowana. To kryterium bierze pod uwagę fakt, że przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli są to raczej podmioty mniejszej wielkości, które nie dysponują kadrą i środkami odpowiednimi do tego, aby tworzyć systemy zarządzania oparte na rozbudowanej ewidencji i skomplikowanych miarach.

Po czwarte główną funkcją, jaką ma spełniać poszukiwany miernik jest odpowiedź na pytanie o wytworzoną w danym okresie wartość dla właścicieli. Ma być to zatem wewnętrzny miernik adresowany przede wszystkim do właścicieli, informujący ich o wytworzonej wartości, a nie miernik uniwersalny spełniający wiele różnych funkcji⁴.

W niniejszym rozdziale analizy znanych mierników dokonano pod kątem spełniania powyższych kryteriów.

4.2. Mierniki księgowe

W analizie finansowej do pomiaru wyników działalności używa się różnych poziomów wyniku finansowego⁵. Na ich bazie tworzy się też miary względne – wskaźniki rentowności, które wykorzystać można do porównań pomiędzy

³ Specyfikę tę scharakteryzowano w rozdziale drugim rozprawy.

⁴ Oczywiście takie ujęcie nie wyklucza wykorzystania tej miary przez inne osoby, jednak podstawową jego funkcją ma być pomiar wyników działalności przedsiębiorstwa z perspektywy właścicielskiej. Intencją autora nie jest zatem wskazanie miernika uniwersalnego, który służyć miałby, tak jak to zakłada wiele mierników wartości kreowanej adresowanych do zarządzanych przez menedżerów spółek giełdowych, ocenie przedsiębiorstw z zewnątrz, budowie rankingów spółek, likwidowaniu problemu agencji na najwyższym poziomie piramidy organizacyjnej, budowie portfela papierów wartościowych czy portfela przedsiębiorstw danego inwestora, tylko wybór miary wewnętrznej, specyficznej dla badanej grupy przedsiębiorstw.

⁵ Chodzi zarówno o poziomy wyniku finansowego pochodzące z polskiego systemu rachunkowości, jak i te z kręgów anglosaskich, które nie mają odpowiednika w polskim rachunku zysków i strat (np. EBIT czy EBITDA). Por. np. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 2, s.17, przypis 2; A. Dulnic, op. cit., s. 50-63 oraz F.K. Reilly, K.C. Brown, Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem, PWE, Warszawa 2001, t. 1, s. 542-551; R. Machała, Praktyczne zarządzanie finansami firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 317-318.

podmiotami o różnej wielkości. Do często używanych wskaźników rentowności zalicza się⁶:

- rentowność kapitału własnego (ang. ROE – return on equity), wyrażoną wzorem:

$$\text{ROE} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \quad (4.1)$$

- rentowność aktywów (ang. ROA – return on assets), o konstrukcji⁷:

$$\text{ROA} = \frac{(\text{zysk brutto} + \text{odsetki}) \times (1 - \text{stopa podatkowa})}{\text{aktywa ogółem}} \quad (4.2)$$

- rentowność inwestycji lub zainwestowanego kapitału (ang. ROI – return on investment lub ROIC – return on invested capital)⁸, o konstrukcji:

$$\text{ROI} = \frac{(\text{zysk brutto} + \text{odsetki}) \times (1 - \text{stopa podatkowa})}{\text{kapitał zainwestowany}} \quad (4.3)$$

- rentowność sprzedaży (ang. ROS – return on sales), wyrażoną wzorem:

$$\text{ROS} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \quad (4.4)$$

⁶ Powszechnie jest używanie właśnie takiej, angielskiej terminologii. Problemem jest mnogość możliwych wskaźników, brak jednolitej terminologii wskaźników w literaturze polskojęzycznej oraz różna konstrukcja miar o podobnej lub takiej samej nazwie. Na przykład mianem wskaźnika rentowności sprzedaży określa się zarówno przytoczoną relację zysku netto do przychodów ze sprzedaży, jak i relację zysku ze sprzedaży do przychodów ze sprzedaży. Por. W. Skoczylas, Wielokierunkowa ocena rentowności przedsiębiorstw, w: E. Urbańczyk (red.), Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001, s. 164; R.B. Brealey, S.C. Myers, op. cit., s. 1085; A. Duliniec, op. cit., s. 59; W. Gabrusewicz, Podstawy analizy finansowej, PWE, Warszawa 2002, s. 209-219; E.F. Brigham, op. cit., t. 1, s. 77-78; R. Machała, op. cit., s. 412-414; F.K. Reilly, K.C. Brown, op. cit., t. 1, s. 536.

⁷ Niekiedy w liczniku tego wskaźnika występuje zysk netto lub zysk operacyjny po opodatkowaniu. Por. m.in. A. Duliniec, op. cit., s. 59; R. Machała, op. cit., s. 413; W. Skoczylas, Wielokierunkowa..., wyd. cyt., s. 164.

⁸ Określany też skrótem ROCE – ang. return on capital employed. Występują też różnice w definicji licznika i mianownika podanego wzoru. W szczególności różnie definiowany może być kapitał zainwestowany, nazywany też kapitałem zaangażowanym. Por. T. Dudycz, Finansowe..., wyd. cyt., s. 180, 186-194; D. Stronka, Pomiar efektywności wykorzystania majątku według koncepcji kapitału zainwestowanego, w: D. Zarzecki (red.), Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 163.

Miary księgowo nie nadają się do mierzenia wyników działalności przedsiębiorstwa w kontekście zwiększania wartości z uwagi na wady, jakimi obarczony jest zysk księgowy. Powodem ich występowania są ułomności tradycyjnej rachunkowości, takie jak na przykład:

- występowanie różnych standardów rachunkowości,
- nieuwzględnianie zmiennej wartości pieniądza w czasie oraz poziomu ryzyka,
- nieuwzględnianie konieczności inwestowania⁹.

Wysokość zysku księgowego zależy od przyjętych zasad rachunkowości¹⁰. Jest to konsekwencją możliwości stosowania w przedsiębiorstwie różnych rozwiązań w obrębie obowiązujących przepisów dotyczących rachunkowości¹¹, co z kolei umożliwia prowadzenie przez podmioty świadomej polityki bilansowej¹².

⁹ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 16; T. Waśniewski, W. Skoczylas, Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa, *Rachunkowość*, 10/1998, s. 509.

¹⁰ Występują ponadto istotne różnice pomiędzy systemami rachunkowości w poszczególnych krajach. Dobitnie ilustrują ten problem przykłady takich przedsiębiorstw, jak Siemens, Daimler-Benz czy Glaxo-Wellcome przytoczone w: *Valuing companies – a star to sail by*, *The Economist*, 2 sierpnia 1997, Vol. 344 Issue 8028, s. 53; M. Marcinkowska, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 180.

¹¹ Dowolność w wyborze tych rozwiązań dotyczy wielu obszarów, takich jak m. in. wycena zapasów, obliczanie kosztu wytworzenia produkcji sprzedanej, metody amortyzacji czy rozliczanie fuzji i przejęć. Wynika ona z pewnej elastyczności przepisów w zakresie rachunkowości, która konieczna jest, aby możliwym było ujęcie w księgach każdego zdarzenia gospodarczego istotnego dla przedsiębiorstwa. W efekcie prowadzona przez konkretny podmiot polityka rachunkowości ma zindywidualizowany charakter. Por. P. Gut, *Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006, s. 37.

¹² Polityka bilansowa obejmuje działania zmierzające do tego, aby w sprawozdaniu finansowym przedstawić przedsiębiorstwo w sposób, na jakim zależy zarządowi. Ze względu na skoncentrowanie na zysku nazywa się ją też polityką kształtowania wyniku finansowego. Por. M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 31; V. Weiss, *Kreatywna rachunkowość – nadużycie prawa czy polityka bilansowa?*, artykuł z dnia 26.07.2004; www.biznespolska.pl, K. Sawicki, K. Czubakowska, *Polityka bilansowa i jej dylematy*, *Rachunkowość*, 1996 nr 7, s. 331. Szczegółowe przyczyny uprawiania polityki bilansowej wymieniają m.in. I. Górski, *Creative accounting czyli upiększanie sprawozdań finansowych*, *Ekspert: Rachunkowość i Finanse*, nr 1 / 1998, s. 87; P. Gut, op. cit., s. 56.

Pojęciem podobnym do polityki bilansowej jest kreatywna rachunkowość (ang. creative accounting). Termin ten pojawił się w literaturze w latach 90-tych XX wieku, natomiast określane tym terminem zjawiska znane były wcześniej pod pojęciem „trików finansowych”. Niektórzy autorzy rozróżniają pojęcia „kreatywnej” i „agresywnej” rachunkowości. Wg nich pierwsze z tych pojęć oznacza prowadzenie księgowości w ramach istniejących przepisów w sposób, który nie jest w nich bezpośrednio wskazany, ale ich nie przekracza, jest twórczy, niestandardowy i ma na celu stworzenie jak najkorzystniejszego wizerunku podmiotu. Natomiast „agresywna” rachunkowość jest prowadzona celowo i świadomie w sposób sprzeczny z przepisami lub przy niewłaściwie i tendencyjnie interpretowanych przepisach z zamiarem wprowadzenia w błąd użytkowników informacji księgowej. Por. E. Mączyńska,

Sposoby realizowania zamierzeń w dziedzinie polityki bilansowej podzielić można na działania przynoszące skutki w danym roku bilansowym oraz takie, które dają efekty w okresie dłuższym niż rok bilansowy¹³. Możliwości te sprawiają, że wynik finansowy wyznaczony w zgodzie z obowiązującymi przepisami, może osiągnąć różną wielkość za ten sam okres w tym samym przedsiębiorstwie¹⁴. Jednocześnie działania w ramach polityki bilansowej nie wpływają zazwyczaj w takim stopniu na wielkość przepływów pieniężnych, a zatem i na wartość przedsiębiorstwa¹⁵.

Nieuczciwych metod księgowych nie powinno określać się jako kreatywne, Rzeczpospolita 09.08.2002; P. Gut, op. cit., s. 2-11; I. Górowski, op. cit., s. 85.

¹³ W pierwszej grupie wymienić można działania zmierzające do okresowego podwyższenia zysku przez np. ograniczenie wydatków na promocję i reklamę, zmniejszenie kosztów szkolenia załogi, ograniczenie kosztów konserwacji i remontów, zmniejszanie wydatków na badania i rozwój, zaniechanie zakupów środków trwałych jednorazowo wliczanych w ciężar kosztów, wysyłanie produktów bądź towarów do dystrybutorów bądź hurtowników nawet, jeśli brak na nie popytu (tzw. forsowanie sprzedaży lub zapychanie kanałów). Te przykładowe działania, mające na celu krótkoterminowy zysk księgowy, mogą okazać się niszczące z perspektywy długoterminowego celu tworzenia wartości dla właścicieli. Do narzędzi polityki bilansowej odnoszących się do okresu dłuższego niż jeden rok obrotowy zaliczyć można m.in. metody amortyzacji środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, metody wyceny zapasów, zasady tworzenia rezerw. Por. M. Sierpińska, op. cit., s. 30-36; A. Ehrbar, op. cit., s. 55-56; Ustawa o rachunkowości, op. cit., art. 34, ust. 4, art. 35b, 35d. Są też autorzy, którzy w zakresie polityki bilansowej wyróżniają narzędzia krótko-, średnio- oraz długoterminowe. Por. K. Sawicki, K. Czubakowska, op. cit., s. 333; K. Sawicki, O polityce bilansowej raz jeszcze, Serwis Finansowo-Księgowy, 1997 nr 50 (140), s. 7.

¹⁴ Jedyne wymóg przestrzegania rachunkowej zasady ciągłości w pewnym stopniu ogranicza możliwości manipulowania zyskami księgowymi, jednak niewątpliwie pewna swoboda manewru istnieje. Badania obrazujące możliwości w tym zakresie przytoczono m.in. w: R.W. Mills, op. cit., s. 22.

¹⁵ Na przykład wspomniane możliwości działań polityki bilansowej w zakresie amortyzacji są większe w przypadku oddziaływania na wynik finansowy niż na przepływy pieniężne. Oddziaływanie na przepływy pieniężne jest bardziej ograniczone przez przepisy podatkowe i odbywa się jedynie pośrednio. Wynika to z faktu, że amortyzacja jest kosztem nie powodującym wydatku gotówki, a zatem jej wpływ na przepływy pieniężne sprowadza się do pośredniego oddziaływania poprzez wysokość płaconego podatku dochodowego. Np. stosowanie metody amortyzacji progresywnej (nota bene zalecanej przez twórców systemów zarządzania przez wartość opartych na EVA jako lepiej niż metoda liniowa odpowiadającej rzeczywistości ekonomicznej) jest dopuszczone polskimi przepisami prawa o rachunkowości. Jednak dla potrzeb podatkowych stosować można tylko metodę liniową lub degresywną. Por. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, op. cit., art. 16i-16ł; Ustawa o rachunkowości, op. cit., art. 32 i 33; T. Waśniewski, W. Gos, Rachunkowość przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, t. II, s. 81; J. Iwin, Z. Niedzielski, Rzeczowy majątek trwały. Amortyzacja i inwestycje rzeczowe w finansach przedsiębiorstw, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 127-131; J. Gierusz, Zmiany w ustawie o rachunkowości 2001/2002, Ośrodek doradztwa i doskonalenia kadr sp. z o.o., Gdańsk 2001, s. 21; G.B. Stewart, Accounting is broken. Here's how to fix it. A radical manifesto, EVAUation – Stern Stewart Research, Vol. 5 Issue 1, September 2002, s. 25; A. Rappaport, op. cit., s. 17.

Po drugie zysk księgowy wyrażony jest w wartości nominalnej i abstrahuje od zmiennej wartości pieniądza w czasie, a zatem także od ryzyka, jakie podejmuje właściciel, decydując się na zainwestowanie własnego kapitału w przedsiębiorstwo¹⁶. Ryzyko właściciela wprowadzane jest do rachunku ekonomicznego za pomocą kosztu kapitału własnego, czyli minimalnej oczekiwanej przez właściciela stopy zwrotu z inwestycji o porównywalnym poziomie ryzyka. Zysk netto nie uwzględnia kosztu kapitału własnego na żadnym z etapów kalkulacji, dlatego też abstrahuje od ryzyka, jakie ponosi właściciel¹⁷. Opieranie się na zysku księgowym może zatem prowadzić do decyzji, w wyniku których wartość przedsiębiorstwa, a w konsekwencji także wartość dla właścicieli zmaleje¹⁸.

Po trzecie zysk netto pomija fakt, iż dla funkcjonowania przedsiębiorstwa konieczne są inwestycje w majątek trwały czy obrotowy¹⁹. Kształtują one przepływy

¹⁶ Do przyczyn zmiennej wartości pieniądza w czasie zaliczyć można inflację, ryzyko, preferowanie bieżącej konsumpcji i możliwość inwestowania. Dlatego też abstrahowanie od zmiennej wartości pieniądza w czasie oznacza abstrahowanie od tych czynników. Por. M. Sobczyk, *Matematyka finansowa*, Agencja Wydawnicza „Placet”, Warszawa 1997, s. 9; M. Dobija, E. Smaga, *Podstawy matematyki finansowej i ubezpieczeniowej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1995, s. 9; S.Z. Benninga, O.H. Sarig, op. cit., s. 2; K. Jajuga, T. Jajuga, op. cit., s. 31.

¹⁷ Patrząc z innej perspektywy można stwierdzić, że poziom ryzyka ponoszonego przez właściciela zależy m. in. od charakteryzującego działalność przedsiębiorstwa ryzyka operacyjnego i finansowego, które pośrednio uwzględnia się w kalkulacji zysku netto, poprzez odjęcie w obliczeniach zarówno stałych kosztów operacyjnych, jak i stałych kosztów finansowych, będących powodem występowania obu rodzajów ryzyka. Jednak wielkość zysku nie odzwierciedla różnic w poziomie ryzyka operacyjnego i finansowego, nie nadaje się zatem do wyciągania wniosków co do wzrostu lub spadku wartości na podstawie porównań pomiędzy przedsiębiorstwami, a także do porównań w czasie. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 22.

¹⁸ Rozpatrując wybór przedsięwzięcia inwestycyjnego na podstawie generowanego zysku netto, nie bierze się pod uwagę ryzyka, a z reguły przedsięwzięcia o wysokiej rentowności charakteryzują się także wysokim ryzykiem, natomiast przedsięwzięcia o podobnej rentowności mogą być obciążone zróżnicowanym poziomem ryzyka. Dlatego też przedsięwzięcie generujące wysoki zysk może okazać się inwestycją zmniejszającą wartość dla właścicieli. Podobne uwagi dotyczą struktury finansowania. Można sobie bowiem wyobrazić sytuację, w której zysk netto rośnie, ale odbywa się to łącznie ze wzrostem ryzyka finansowego, powodując spadek wartości przedsiębiorstwa. Por. T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Wartość...*, wyd. cyt., s. 509.

¹⁹ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 17-20; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Wartość...*, op. cit., s. 509.

Należy jednak zauważyć, że we współczesnej gospodarce coraz częściej o sukcesie firm decydują zasoby, które przez tradycyjną rachunkowość nie są ujmowane. Dla funkcjonowania przedsiębiorstwa konieczne są zatem także inwestycje w inne składniki majątku przedsiębiorstwa w szerszym rozumieniu, a nie tylko te, które jednostka zgodnie z obowiązującymi przepisami wykazuje w bilansie. Ponieważ tradycyjna rachunkowość ignoruje większość z niematerialnych składników majątku przedsiębiorstwa, także i zysk netto od nich abstrahuje. W konsekwencji postuluje się przekształcenie rozwiązań rachunkowych w kierunku raportowania (sprawozdawczości) wartości (ang. value reporting). Por. rozważania na ten temat zawarte m.in. w T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 249 i dalsze; R.E.S. Boulton, B.D. Libert, S.M. Samek, *Odczytując kod wartości*, WIG Press, Warszawa 2001; S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska, *Kapitał*

pieniężne, wpływają zatem na wartość przedsiębiorstwa, natomiast w kalkulacji zysku netto są pomijane. Z inwestycjami pośrednio łączy się problem amortyzacji, która jest uwzględniana jako koszt w kalkulacji zysku netto, a jednocześnie nie stanowi wydatku. Powodować to może, w powiązaniu z możliwościami manipulowania wysokością amortyzacji, znaczną rozbieżność pomiędzy zyskiem netto a przepływami pieniężnymi, a zatem także wartością przedsiębiorstwa oraz wartością dla właścicieli.

Wymienione wady zysku księgowego powodują, że nie jest on właściwą miarą wyników z perspektywy celu, jakim jest zwiększanie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Nie ma przy tym znaczenia, czy zysk używany miałby być do oceny przeszłych osiągnięć firmy, czy też w ocenie przyszłej strategii rozwojowej.

Wady te powielane są przez oparte na nim wskaźniki rentowności²⁰. Problemów tych nie rozwiązuje porównywanie osiągniętych wskaźników rentowności w przestrzeni, np. z liderem sektora czy średnią branżową²¹.

Poza tym wyniki badań wskazują na słaby związek pomiędzy zyskiem księgowym, jak również bazującymi na nim wskaźnikami rentowności, a rynkową wartością przedsiębiorstwa²², co potwierdza, że zysk nie jest właściwą miarą wartości przedsiębiorstwa, a w konsekwencji też wartości dla właścicieli.

Wszystkie powyższe argumenty powodują, że mierniki księgowe pod względem odpowiadania kryteriom, jakie postawiono poszukiwanemu miernikowi wartości dla właścicieli, spełniają tylko jedno – są mianowicie względnie mało skomplikowane.

intelektualny, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, J. Low, P.C. Kalafut, Niematerialna wartość firmy, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.

²⁰ W literaturze wskazuje się na przykład na wady wskaźników ROI (ROA) i ROE. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 24-33; E. Maekelaenen, Economic Value Added as a Management Tool, Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance, wersja z 09.02.1998 roku, www.evanomics.com, tab. A.

²¹ Takie porównanie nie udzieli odpowiedzi na pytanie, czy przedsiębiorstwo zwiększa swoją wartość, a tym bardziej, czy tworzy wartość dla właścicieli. Może bowiem wystąpić sytuacja, w której przedsiębiorstwo cechuje się rentownością kapitału własnego na poziomie lidera branży, a jednocześnie niszczy wartość, ponieważ lider generuje zysk niewystarczający na pokrycie kosztu kapitału.

²² Badania wskazują, że brak jest wyraźnej korelacji pomiędzy zyskiem księgowym a kursem akcji, manipulowanie danymi o zyskach księgowych w celu kształtowania cen akcji jest nieskuteczne, a rynek ocenia decyzje zarządu przedsiębiorstwa na podstawie ich wpływu na długoterminowe przepływy pieniężne, a nie na krótkookresowy wzrost zysku. Por. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 71-85.

Do podobnych wniosków prowadzi analiza wyników badań przeprowadzonych w Niemczech, jak również innych badań na przedsiębiorstwach z trzynastu krajów świata w latach 1988-1997. Por. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 52; L.L. Eng, S. Li, Y.T. Mak, Trends in earnings, book value and stock price relationships: an international study, wersja z 20.12.1999, <http://ssrn.papers.com>, s. 15, 33.

4.3. Mierniki wartości kreowanej

4.3.1. Uwagi ogólne

Odpowiedzią na niedostatki tradycyjnych miar wyników działalności przedsiębiorstwa były poszukiwania innych mierników, które mogłyby być pomocne w ocenie przedsiębiorstwa i jego części składowych pod względem tworzenia wartości. Konsekwencją utożsamiania zwiększania wartości przedsiębiorstwa ze zwiększaniem wartości dla właścicieli było skoncentrowanie wysiłków badaczy na poszukiwaniu miary, która odpowiadałaby na pytanie o zmianę wartości przedsiębiorstwa w danym okresie.

Odpowiedzią na tak postawione pytanie, nasuwającą się w pierwszej kolejności jest przyrost wartości przedsiębiorstwa, wyrażony jako różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa na końcu i na początku okresu:

$$\Delta W = W_t - W_{t-1} \quad (4.5)$$

gdzie:

W_t – wartość przedsiębiorstwa w momencie t ,

W_{t-1} – wartość przedsiębiorstwa w momencie $t-1$.

Miara nawiązująca do powyższej formuły nie może być wprost stosowana w nie giełdowym przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli²³, ponieważ w sytuacji braku wyceny giełdowej w jej kalkulacji należałoby wykorzystać inną wycenę np. dochodową²⁴. Praktyczne zastosowanie takiego podejścia w zarządzaniu na różnych poziomach, od strategicznego do operacyjnego, byłoby jednak utrudnione z kilku powodów:

- konieczne byłoby ustawiczne wycenianie podmiotu metodą dochodową;
- wycena metodą dochodową jest trudna, skomplikowana i czasochłonna;
- wycena musiałaby się opierać na długoterminowych prognozach, które ze swej natury są niepewne; ponadto prognozy te musiałby być sporządzane przez kierowników poszczególnych działów analizowanych przedsiębiorstw, a przecież to

²³ Miara nawiązująca do formuły (4.5) może być z powodzeniem stosowana do spółek, których akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych. Jeśli uzna się, że cena akcji odzwierciedla jej wartość, to jej zmiana jest odpowiedzią na pytanie: o ile zmieniła się wartość przedsiębiorstwa? Jednak nie jest to właściwa miara wartości dla właścicieli m.in. dlatego, że wzrosty ceny akcji to nie jedyne korzyści, jakie odnosić mogą akcjonariusze spółki giełdowej. Poza tym w warunkach nieefektywnego rynku kapitałowego stosowanie miary opartej na cenie giełdowej akcji jako podstawie systemu motywacyjnego może być wątpliwe, gdyż w takich warunkach nawet w długim okresie na kurs akcji wpływa bardzo wiele czynników, z których tylko część zależy od decyzji podejmowanych przez kadre kierowniczą. W szczególności mogłoby zatem dojść do sytuacji, w której kierownicy wynagradzani byłiby za nieefektywną pracę, jak również karani za pracę efektywną. Dlatego też stosowanie miary odwołującej się do wyceny giełdowej wymaga efektywnego rynku kapitałowego. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 130.

²⁴ Jako że z podejścia dochodowego wywodzi się zarządzanie przez wartość.

właśnie wyniki ich pracy miałyby być oceniane na podstawie tej miary, co zachęcałoby ich do zniekształcania szacunków²⁵.

Trudności w praktycznym zastosowaniu formuły (4.5), a w szczególności w wykorzystaniu wyceny podmiotu metodą dochodową do bieżącego zarządzania, spowodowały poszukiwania miernika, który nie posiadałby wymienionych powyżej słabości, mógłby zostać wykorzystany w zarządzaniu, a jednocześnie wykazywał istotny związek z wartością przedsiębiorstwa.

Rozwój koncepcji zarządzania przez wartość i jej rosnąca popularność wśród praktyków biznesu spowodowała, że wiele firm doradczych opracowało własne mierniki, które są podstawą rozbudowanych systemów zarządzania przez wartość, stanowiących swego rodzaju „produkty” tychże firm²⁶.

W wyniku utożsamiania celu w postaci zwiększania wartości przedsiębiorstwa ze zwiększaniem wartości dla właścicieli mierniki wartości kreowanej w większości zmierzają do pomiaru zmiany wartości przedsiębiorstwa w danym okresie.

Z perspektywy rozważań prowadzonych w rozprawie za kluczowe należy uznać rozgraniczenie pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego oraz wartością dla właścicieli. Oznacza to, że nie można utożsamiać wzrostu wartości przedsiębiorstwa, czy nawet wzrostu wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, z tworzeniem wartości dla właścicieli. Stąd analizowane mierniki wartości kreowanej zakwalifikowano w rozprawie do jednej z dwóch kategorii:

- miary zmiany wartości przedsiębiorstwa,
- miary wytworzonej wartości dla właścicieli²⁷.

Biorąc powyższe pod uwagę, uznać należy, że zadaniem właściwego miernika wyników niegieldowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli powinna być nie tylko odpowiedź na pytanie o zmianę wartości przedsiębiorstwa lub jego części składowej w danym okresie, ale również stwierdzenie, czy ta zmiana jest korzystna i wystarczająca z punktu widzenia właścicieli, a zatem czy działalność przedsiębiorstwa powiększyła bogactwo właścicieli²⁸.

Wśród najczęściej stosowanych mierników wartości kreowanej można wymienić:

²⁵ Por. tamże, s. 130.

²⁶ Por. R. Myers, op. cit., s. 41-50.

²⁷ Jest to, biorąc pod uwagę cel rozprawy, podział mierników wartości kreowanej o wiele ważniejszy niż prezentowany w literaturze podział na mierniki oparte na zysku ekonomicznym, na przepływach pieniężnych i na całkowitym zwrocie dla właścicieli. Por. B. Nita, op. cit., s.109.

²⁸ Z perspektywy celu przedsiębiorstwa sformułowanego jako zwiększanie wartości dla właścicieli poszukiwania miary zmiany wartości przedsiębiorstwa nie są bezwartościowe, ponieważ zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym zwiększania wartości dla właścicieli w długim okresie. Stąd też miary, które w założeniu mierzą zmianę wartości przedsiębiorstwa w danym okresie mogą być pomocne w zarządzaniu przez wartość w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli. Jednak nie są one miernikami wartości dla właścicieli.

- ekonomiczną wartość dodaną;
- wartość dodaną dla akcjonariuszy;
- gotówkową stopę zwrotu z inwestycji oraz gotówkową wartość dodaną;
- gotówkową wartość dodaną E. Ottossona i F. Weissenriedera;
- ekonomiczną wartość dodaną dla właścicieli.

W dalszej części rozprawy dokonano krytycznej analizy wymienionych mierników, biorąc pod uwagę ich przydatność do zarządzania nakierowanego na zwiększanie wartości dla właścicieli w nie giełdowych przedsiębiorstwach cechujących się brakiem rozdziału funkcji zarządczych i właścicielskich. Wykorzystano w tym celu kryteria, jakie powinien spełniać właściwy miernik.

4.3.2. Ekonomiczna wartość dodana

Ekonomiczna wartość dodana (ang. EVA – economic value added) jest jednym z najczęściej stosowanych mierników, mających za zadanie zmierzyć czy i w jakim stopniu przedsiębiorstwo realizuje postawiony mu cel, tj. zwiększa wartość²⁹.

W literaturze spotkać można różne propozycje praktycznych sposobów obliczania EVA. Najczęściej spotykane ujęcie wyrazić można formułą:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times K_{t-1} \quad (4.6)$$

gdzie:

EVA_t – ekonomiczna wartość dodana wypracowana w danym okresie,

$NOPAT_t$ – skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu z danego okresu (ang. net operating profit after tax),

$WACC_t$ – średni ważony koszt kapitału,

K_{t-1} – skorygowany kapitał zainwestowany na początku okresu³⁰.

²⁹ EVA jest znakiem towarowym nowojorskiej firmy konsultingowej Stern Stewart & Co., przy czym w zamiśle autorów EVA ma być miarą zmiany wartości przedsiębiorstwa, a nie zmiany wartości dla właścicieli tego przedsiębiorstwa. Uzupełnieniem ekonomicznej wartości dodanej jest drugi miernik opracowany przez Stern Stewart & Co. – rynkowa wartość dodana (ang. MVA – market value added). Jest ona różnicą między aktualną rynkową wartością przedsiębiorstwa a skorygowaną wartością księgową kapitału zainwestowanego. Miernik ten, ze względu na obecność w formule obliczeniowej rynkowej wartości przedsiębiorstwa, nie może zostać obliczony dla nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Dlatego też nie został w rozprawie zaprezentowany. Krytyczną analizę tego miernika zamieszczono w: J. Nowicki, Rynkowa wartość dodana jako miernik wartości dla akcjonariuszy, w: E. Urbańczyk (red.), Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa; Stan aktualny i perspektywy rozwoju, Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2003, s. 827-836; P. Fernandez, Three..., wyd. cyt., s. 3, 7.

³⁰ Por. G.B. Stewart, The Quest for Value. A Guide for Senior Managers, HarperBusiness, New York 1991, s. 137; A. Cwynar, W. Cwynar, Nowe tendencje w teorii i praktyce finansów – koncepcje EVA i MVA, Rachunkowość 3/2000, s. 170; A. Cwynar, W. Cwynar, EVA i MVA – nowe spojrzenie na efektywność wykorzystania kapitału spółek, Rynek Kapitałowy, styczeń 1999, s. 60; A. Rutkowski, Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej, Przegląd Organizacji, styczeń 1999, s. 25.

Konstrukcja tego miernika wyrasta z chęci znalezienia prawdziwej wielkości kwoty, o jaką przedsiębiorstwo zwiększa swoją wartość oraz z faktu, że wielkości ujmowane w tradycyjnej rachunkowości tego nie zapewniają. Do podstawowych cech ekonomicznej wartości dodanej należy zaliczyć:

- uwzględnienie w kalkulacji całego kosztu kapitału,
- wyeliminowanie zniekształceń opisu rzeczywistości ekonomicznej przez tradycyjną rachunkowość.

Przyjmując, że wskaźnik rentowności kapitału zainwestowanego wyraża się wzorem:

$$ROIC_t = \frac{NOPAT_t}{K_{t-1}} \quad (4.7)$$

ekonomiczną wartość dodaną wyliczyć można na podstawie następującej formuły:

$$EVA_t = (ROIC_t - WACC_t) \times K_{t-1} \quad (4.8)$$

gdzie:

$ROIC_t$ – rentowność kapitału zainwestowanego w okresie t ,

EVA_t , $WACC_t$, K_{t-1} – jak we wzorze (4.6).

W formule (4.8) ekonomiczna wartość dodana wynika z przeciwstawienia sobie dwóch stóp zwrotu – rentowności zainwestowanego kapitału, czyli stopy zwrotu uzyskanej przez przedsiębiorstwo w badanym okresie z zainwestowanego kapitału oraz średniego ważonego kosztu kapitału, czyli średniej stopy zwrotu oczekiwanej przez dawców kapitału.

Średni ważony koszt kapitału odzwierciedla oczekiwania co do rentowności kapitału, jaki został powierzony przedsiębiorstwu. Dawcy kapitału obcego oczekują w zamian za pożyczanie kapitału określonej kwoty wyrażonej przez oprocentowanie. Również dawcy kapitału własnego w zamian za powierzony przedsiębiorstwu kapitał oczekują określonej rekompensaty, wyrażonej za pomocą oczekiwanej stopy zwrotu. WACC jest średnią tych oczekiwanych stóp zwrotu. W tym ujęciu tylko uzyskanie przez przedsiębiorstwo stopy zwrotu wyższej od oczekiwanej ($ROIC > WACC$) powoduje tworzenie dodatkowej wartości. Wtedy też ekonomiczna wartość dodana jest dodatnia. Ponadto stwierdza się, że przedsiębiorstwo będzie osiągać dodatnie wartości EVA, jeśli realizować będzie przedsięwzięcia inwestycyjne charakteryzujące się dodatnią zaktualizowaną wartością netto (ang. NPV – net present value)³¹.

Miernik podobny do ekonomicznej wartości dodanej, w którego kalkulacji uwzględnia się pełen koszt kapitału (a nie tylko koszt kapitału obcego) nazywany zyskiem ekonomicznym lub dochodem bądź zyskiem rezydualnym³² był znany od

³¹ Por. G.B. Stewart, *The Quest...*, wyd. cyt., s. 3.

³² Miernik taki przyjmował w języku angielskim nazwy: residual income, excess earnings, super-profits, excess realizable profit, excess income, abnormal earnings, economic profit. Por. G. C. Biddle, R. M. Bowen, J. S. Wallace, Evidence on EVA[®], *Journal of Applied*

XVIII wieku³³. Różnica pomiędzy EVA a zyskiem ekonomicznym sprowadza się do korekt dotyczących zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz kapitału zainwestowanego, które zmierzają do zniwelowania zniekształceń wynikających z niedoskonałości tradycyjnej rachunkowości.

Według jej autorów ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem wyników działalności przedsiębiorstwa najlepiej powiązany z zwiększaniem bogactwa właścicieli, a ponadto „[...] jedyną miarą wyników, która zawsze daje „właściwą” odpowiedź w tym sensie, że wyższa EVA jest w każdym przypadku jednoznacznie lepsza dla akcjonariuszy, co czyni z niej jedyny autentyczny miernik ciągłej poprawy[...]”³⁴. Autorzy ekonomicznej wartości dodanej wskazują na bliski związek pomiędzy EVA a wartością przedsiębiorstwa, przekonując, że EVA jest najlepszym miernikiem stopnia realizacji głównego celu działalności przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej³⁵.

Corporate Finance, Vol. 12 No 2, Summer 1999, s. 2, przypis 1; P. Fernandez, EVA, Economic Profit and Cash Value Added do not Measure Shareholder Value Creation, Working Paper, 22.05.2001 roku, <http://ssrn.papers.com>.

³³ Dochód rezydualny po raz pierwszy pojawił się w 1777 roku w pracach R. Hamiltona. W 1890 roku A. Marshall postulował, aby przy obliczaniu zysku z przedsięwzięcia uwzględniać odsetki od kapitału według obowiązującej stopy procentowej. Twierdził, że czyniąc to, należy brać pod uwagę nie tylko koszty umieszczone w dokumentach księgowych, ale także alternatywny koszt kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo. Pomysł dochodu rezydualnego (różnicy między zyskiem operacyjnym a kosztem kapitału) pojawił się w pracach A.H. Churcha w 1917 roku i C.H. Scovella w 1924 roku w dziełach poświęconych teorii rachunkowości, a następnie w latach sześćdziesiątych w literaturze z zakresu rachunkowości zarządczej. Podobną koncepcję stosowała w latach pięćdziesiątych firma General Electric. Ówczesne koncepcje te nie znalazły dużej grupy zwolenników. Dopiero w 1989 roku, na fali rozwoju koncepcji zarządzania przez wartość, opracowano konstrukcję ekonomicznej wartości dodanej, która wyraźnie nawiązuje do tych wcześniejszych koncepcji. Por. R. Hamilton, *An Introduction to Merchandize*, 1st edition Edinburgh 1777, part V, chapter III; cyt. za: M.J. Mephram, *The residual income debate*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 7 (2), 1980, s. 183; M.J. Mephram, *Robert Hamilton's Contribution to Accounting*, *The Accounting Review*, Vol. 58, nr 1, January 1983, s. 49; A. Marshall, op. cit., book II, chapter IV, paragraph II.IV.11; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, op. cit., s. 135; G. C. Biddle, R. M. Bowen, J. S. Wallace, *Evidence...*, wyd. cyt.; A. Duliniec, op. cit., s. 141; G. B. Stewart. *Announcing the Stern Stewart Performance 1.000: A New Way of Viewing Corporate America*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Summer 1990, vol. 3, nr 2, s. 52, za: A. Duliniec, op. cit., s. 141; M. Sierpińska, op. cit., s. 38; A. Cwynar, W. Cwynar, *EVA i MVA...*, wyd. cyt., s. 59; A. Rappaport, op. cit., s. 135; J.L. Dodd, S. Chen, *EVA: A new panacea?*, *Business and Economic Review*, Vol 42; Jul-Sep 1996, s. 26-28; za: E. Maekelaenen, op. cit.

³⁴ A. Ehrbar, op. cit., s. 5.

³⁵ Sugerują to następujące stwierdzenia: „EVA jest miarą, która poprawnie odzwierciedla tworzenie albo niszczenie wartości w spółce”, „są dowody, że rosnąca EVA jest kluczem do zwiększania wartości spółki”, „EVA jest parametrem, który jest w największym bezpośrednim związku z tworzeniem bogactwa dla akcjonariuszy”, „EVA jest niemal o 50% lepsza niż jej najbliższy oparty na rachunkowości konkurent w objaśnianiu zmian w bogactwie akcjonariuszy”. Por. <http://www.eva.com> (dostęp 17.11.2003), jak również P. Fernandez, *EVA...*, wyd. cyt.

Przytoczona charakterystyka ekonomicznej wartości dodanej umożliwia **analizę jej przydatności dla niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli**. Miarę tę poddano analizie pod kątem spełniania **kryteriów, jakim powinien odpowiadać poszukiwany miernik** wytworzonej wartości dla właścicieli w tego typu podmiotach.

Ekonomiczna wartość dodana nie spełnia **pierwszego kryterium**, ponieważ jest miarą zmiany wartości przedsiębiorstwa i nie mierzy wartości wytworzonej dla właścicieli. Może być zatem przydatna w analizowanych podmiotach jedynie jako miernik pomocniczy, ponieważ zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym zwiększania wartości dla właścicieli w długim okresie. Powinna być jednak tylko ewentualnym uzupełnieniem dla miary wartości dla właścicieli.

Ekonomiczna wartość dodana nawet jako miara zmiany wartości przedsiębiorstwa ma mankamenty. Jednym z najważniejszych zarzutów kierowanych pod jej adresem jest **brak ścisłego związku z wartością przedsiębiorstwa**³⁶. Wada ta dotyczy zarówno płaszczyzny empirycznej, jak i teoretycznej.

Wyniki badań empirycznych nie potwierdzają podkreślanej przez jej autorów przewagi EVA nad innymi miarami w kontekście związku z wartością przedsiębiorstwa³⁷.

³⁶ Nie jest to oczywiście jedyna wada EVA, tylko najważniejsza dla ustaleń poczynionych w rozprawie. Inne mankamenty tej miary omówiono m.in. w: A. Cwynar, W. Cwynar, Praktyczne problemy aplikacji EVA na gruncie polskim, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000, s. 38; A. Rutkowski, Ekonomiczna wartość dodana w fuzjach i przejęciach, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000, s. 700; A. Cwynar, W. Cwynar, EVA i MVA..., wyd. cyt., s. 64.

³⁷ A. Ehrbar przekonuje, że EVA wyjaśnia statystycznie około 50% zmian rynkowej wartości dodanej (MVA – traktowanej jako miara wzrostu bogactwa akcjonariuszy), wyprzedzając inne mierniki (por. A. Ehrbar, op. cit., s. 63). Dyskusyjne jest jednak traktowanie MVA jako odpowiedniego miernika wytworzonej wartości (por. J. Nowicki, Rynkowa..., wyd. cyt., s. 827-836). K. Lehn i A.K. Makhija analizując dane z lat 1987, 1988, 1992 i 1993 dotyczące 241 przedsiębiorstw amerykańskich, stwierdzili najwyższy spośród kilku mierników stopień korelacji EVA ze stopą zwrotu z akcji, jednak jej przewaga nad ROA, ROE, ROS i MVA była niewielka (por. K. Lehn, A. K. Makhija, EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change, Strategy & Leadership, May/June 1996, s. 36). Jednak już J.L. Dodd i S. Chen, badając podobne zależności, stwierdzili, że lepiej od EVA (20,2%) ze zwrotem z akcji skorelowany jest ROA (24,5%) (por. A. Cwynar, W. Cwynar, EVA i MVA..., wyd. cyt., s. 64). Do podobnych wniosków, niepotwierdzających wyższości EVA nad zyskiem operacyjnym i zyskiem rezydualnym, doszli w kolejnych badaniach (por. S. Chen, J.L. Dodd, Operating Income, Residual Income And EVA™: Which Metric Is More Value Relevant?, Journal of Managerial Issues, Spring 2001, Vol. 13, Issue 1). Z kolei wyniki badań J.K. Kramera i G. Pushnera dotyczących korelacji pomiędzy EVA a MVA wskazują, że NOPAT wyjaśnia poziom i zmiany rynkowej wartości dodanej lepiej od ekonomicznej wartości dodanej (por. J.K. Kramer, G. Pushner, An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added, Financial Practice and Education, Spring/Summer 1997, s. 43). Natomiast G. C. Biddle, R. M. Bowen i J. S. Wallace, zbadawszy dane dotyczące 773 przedsiębiorstw z okresu VI.1983-V.1994 (łącznie 6 174 obserwacji), stwierdzili, że w porównaniu do EVA, dochodu

Wątpliwości dotyczące związku ekonomicznej wartości dodanej z wartością przedsiębiorstwa wynikają także z ustaleń teoretycznych, podkreślających m.in. możliwości manipulowania miernikiem EVA. Wskazują one na potencjalne konflikty pomiędzy ekonomiczną wartością dodaną a wartością przedsiębiorstwa, które sprowadzają się do wystąpienia sytuacji, w których menedżerowie wynagradzani za ponadprzeciętne wartości EVA będą zwiększali poziom tego miernika, zmniejszając jednocześnie wartość przedsiębiorstwa. Wymienić można³⁸:

- możliwość „grania” kapitałem zainwestowanym³⁹,
- możliwość „grania” przyszłym wzrostem⁴⁰,

rezydualnego i operacyjnych przepływów pieniężnych, bliżej związany ze zwrotem z akcji jest zysk księgowy (definiowany w badaniach jako zysk netto bez wyniku zdarzeń nadzwyczajnych). Co więcej, wyniki tych badań wskazują, że udział dwóch zasadniczych elementów odróżniających EVA od zysku księgowego, tj. całkowitego kosztu kapitału oraz korekt wielkości księgowych, w wyjaśnianiu stopy zwrotu z akcji jest znikomy (por. G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, Does EVA beat earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, *Journal of Accounting and Economics*, 1998 nr 24, s. 12-26; G. C. Biddle, R. M. Bowen, J. S. Wallace, *Evidence...*, wyd. cyt., s. 9). Inne wyniki badań związku EVA z wartością przedsiębiorstwa zebrano w: A. Cwynar, W. Cwynar, *Praktyczne problemy...*, wyd. cyt., s. 44.

³⁸ Wnioskowanie to wywodzi się od zgodności ekonomicznej wartości dodanej z wartością bieżącą netto i przedstawienia wartości przedsiębiorstwa jako sumy kapitału zainwestowanego w dotychczasowe aktywa, bieżącej wartości przyszłych EVA generowanych przez dotychczasowe aktywa oraz bieżącej wartości przyszłych EVA generowanych przez przyszłe projekty (por. wzór (3.26) w rozdziale trzecim). Potencjalne konflikty między EVA a wartością przedsiębiorstwa są konsekwencją możliwości redystrybucji wartości z innych elementów tego wzoru do bieżących EVA. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 866.

³⁹ Możliwość „grania” kapitałem zainwestowanym odnosi się do sytuacji, w której następuje redystrybucja wartości z kapitału zainwestowanego do EVA. Kierownicy oceniani na podstawie ekonomicznej wartości dodanej będą motywowani do zmniejszania kapitału zainwestowanego, ponieważ jego wysokość istotnie wpływa na EVA. Niektóre działania w tym kierunku, mogą faktycznie kreować wartość. Jednak część działań obniżających kapitał zainwestowany może mieć charakter czysto kosmetyczny i nie wpływa pozytywnie na wartość przedsiębiorstwa, jednocześnie zwiększając EVA (np. restrukturyzacja, która nie zwiększa przyszłych przepływów pieniężnych, ale jej koszty pomniejszają kapitał zainwestowany albo leasing zamiast kupna aktywów, w sytuacji gdy zmniejsza to kapitał zainwestowany). Omówienie tego zagadnienia wraz z ilustrującymi je przykładami zamieszczono w: J. Nowicki, *Ekonomiczna wartość dodana i „granie” kapitałem zainwestowanym*, w: J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 365-377; T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 214.

⁴⁰ Możliwość „grania” przyszłym wzrostem odnosi się do sytuacji, w której wzrost bieżącej EVA może się odbywać kosztem stopy zwrotu z przyszłych projektów inwestycyjnych. Poziom ekonomicznej wartości dodanej zależy od dotychczas istniejących aktywów, a wartość przedsiębiorstwa jest przede wszystkim pochodną perspektyw przyszłego wzrostu. Może to zachęcić kierownika wynagradzanego na podstawie EVA lub jej zmian do ignorowania wpływu podjętych decyzji na wartość przedsiębiorstwa. Zdaniem A. Damodarana rozwiązania stosowane w systemach motywacyjnych opartych na EVA nie likwidują tego niebezpieczeństwa. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 874.

- możliwość „grania” kosztem kapitału⁴¹.

Ponadto powodem wspomnianego braku korelacji między EVA a wartością przedsiębiorstwa jest kształtowanie się wartości rynkowej spółek giełdowych w odniesieniu do oczekiwanych EVA, a nie do ich faktycznych wielkości. Należy zatem się spodziewać, że istotniejsze zmiany kursu akcji będą miały miejsce nie wtedy, gdy okaże się, iż spółka wygenerowała bardzo wysoką, albo bardzo niską EVA, lecz wtedy, gdy ogłoszony wynik będzie istotnie odbiegał od oczekiwanego. Dlatego też nie należy spodziewać się jakiegokolwiek zauważalnej korelacji pomiędzy stopami zwrotu z akcji a EVA, ani nawet zmianami EVA⁴².

Innym teoretycznym uzasadnieniem braku związku pomiędzy EVA a wartością przedsiębiorstwa jest niewłaściwe ujmowanie zapłaty za kapitał, jakiej oczekują inwestorzy⁴³.

Wyniki badań empirycznych wskazują, że EVA nie ma ścisłego związku z wartością rynkową przedsiębiorstwa, a z przytoczonych ustaleń teoretycznych wynika, iż nie należy takiego związku oczekiwać⁴⁴. Jest to stwierdzenie istotne w szczególności dlatego, że dotyczy spółek giełdowych, gdzie normą jest rozdział funkcji zarządczych od właścicielskich, a dzięki ciągłej wycenie dokonywanej na giełdzie związek między EVA i wartością można poddać weryfikacji. Biorąc powyższe pod uwagę, nie należy oczekiwać, aby miara ta wykazywała taki związek

⁴¹ Możliwość „grania” kosztem kapitału odwołuje się do sytuacji, w której zwiększenie EVA, np. dzięki nowym inwestycjom, powoduje wzrost ryzyka, a co za tym idzie kosztu kapitału, przyczyniając się w efekcie do spadku wartości przedsiębiorstwa. W szczególności przypadek ten odnosi się do praktyki wyznaczania kosztu kapitału własnego za pomocą CAPM, gdzie beta szacowana jest na podstawie danych historycznych. W takim przypadku występuje opóźnienie w odzwierciedleniu zmiany ryzyka w koszcie kapitału, które może wynosić nawet kilka lat. Sytuacja taka będzie motywowała menedżerów do podejmowania bardziej ryzykownych projektów, co może skutkować spadkiem wartości przedsiębiorstwa. Por. T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 216.

⁴² Z tego powodu spółki, które generują najwyższe ekonomiczne wartości dodane nie muszą wcale gwarantować najwyższych stóp zwrotu swoim akcjonariuszom. Powyższe rozumowanie znajduje potwierdzenie w wynikach badań R. Bernsteina. Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 876.

⁴³ Por. T. Dudycz, *Co mierzy EVA[®]?*, w: M. Hamrol (red.), *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2005, s. 248; T. Dudycz, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 178.

⁴⁴ Krytyka, której poddana została ekonomiczna wartość dodana, spowodowała zmianę postawy jej autorów, którzy po początkowym bezkrytycznym zachwalaniu EVA, obecnie podkreślają, że celem wprowadzenia EVA nie jest precyzyjne mierzenie tworzonej wartości, tylko modyfikowanie zachowań menedżerów i pracowników, które prowadzić ma do stworzenia kultury korporacyjnej nakierowanej na wzrost wartości. Wyniki badań na ten temat sugerują, że wprowadzenie systemów motywacyjnych opartych na takich miarach, jak zysk rezydualny czy EVA, modyfikuje decyzje kierownictwa w sposób, który powinien prowadzić do wzrostu bogactwa właścicieli. Por. S. Gillan, op. cit., s. 94, 98; G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, *Evidence...*, wyd. cyt., s. 16.

w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, dla których ewentualna weryfikacja tego związku byłaby znacznie utrudniona.

Ekonomiczna wartość dodana nie spełnia pierwszego kryterium, ponieważ nie mierzy przepływów pieniężnych, które faktycznie trafiają do właścicieli⁴⁵. Cecha ta nabiera znaczenia w przypadku przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, ponieważ przepływy gotówkowe jakie czerpią właściciele mogą być w ogóle nie związane z wykazywanym zyskiem ekonomicznym (różnicą pomiędzy zyskiem operacyjnym po opodatkowaniu a opłatą za kapitał). I nie chodzi tutaj tylko o możliwą rozbieżność pomiędzy tym, co przedsiębiorstwo wypracuje a tym, co zostanie wypłacone właścicielom, lecz przede wszystkim o przekazywanie wartości właścicielom w specyficzny dla tych podmiotów sposób, tj. za pośrednictwem pozycji kosztowych. Powoduje to, że EVA nie odpowie właścicielom na pytanie, czy w danym okresie ich bogactwo zostało pomnożone, czy też pomniejszone.

Argument ten nawiązuje do **drugiego kryterium**, jakie powinien spełniać poszukiwany miernik, które postuluje uwzględnianie finansowej specyfiki analizowanych podmiotów, czyli przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom. Formuła na obliczanie ekonomicznej wartości dodanej nie uwzględnia tego sposobu realizacji wartości przez właścicieli, specyficznego dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Wyeliminowanie tej wady jest jednak możliwe poprzez zmodyfikowanie formuły na obliczanie EVA⁴⁶.

Zgodnie z **trzecim kryterium** poszukiwany miernik powinien być możliwie mało skomplikowany. W tym kontekście istotną wadą ekonomicznej wartości dodanej jest konieczność korygowania danych księgowych w procesie jej obliczania⁴⁷. Uciążliwość ta może być szczególnie dotkliwa w przedsiębiorstwach, cechujących się brakiem rozdziału funkcji zarządczych i właścicielskich. W szczególności chodzi o liczbę możliwych korekt⁴⁸, ich poziom trudności oraz

⁴⁵ Por. P. Fernandez, Definition of shareholder value creation, SSRN Working Paper 2001, <http://papers.ssrn.com>; P. Fernandez, L. Reinoso, Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA. Year 2001, Research Paper nr 485; M. Michalski, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 19; G. Mikołajewicz, J. Nowicki, Przydatność ekonomicznej wartości dodanej (EVA) w ocenie tworzenia wartości, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406/2005, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, Szczecin 2005, tom 1, s. 155.

⁴⁶ Modyfikację taką, z tym że w odniesieniu do zysku ekonomicznego, którego odmianą jest EVA, zaprezentowano w rozdziale trzecim.

⁴⁷ Korekty wielkości księgowych zalecane w celu otrzymania dokładnej EVA powinny dotyczyć zarówno zainwestowanego kapitału, jak i zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Por. W. Cwynar, Ustalanie wartości zysku operacyjnego i kapitału zainwestowanego do celów kalkulacji EVA: podejście finansowe i operacyjne, Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie, nr 2/2000, s. 19 oraz nr 3/2000, s. 20.

⁴⁸ Firma Stern Stewart & Co. zaproponowała 164 możliwe korekty. Jednak już z wypowiedzi J. Sterna, partnera zarządzającego w firmie Stern Stewart & Co. z 2004 roku wynika, że liczba proponowanych korekt koniecznych ze względu na zniekształcenia

elastyczność stosowania. W założeniu autorów każde przedsiębiorstwo powinno ustalić własną definicję EVA i w oparciu o nią budować cały system zarządzania przedsiębiorstwem⁴⁹. Jednak taka dowolność w definicji bardzo komplikuje ten w założeniu prosty miernik. Choć zaleca się ograniczenie korekt do niezbędnych, to decyzje w tej kwestii pozostawia się samemu przedsiębiorstwu⁵⁰. Podczas gdy jedną z głównych zalet ekonomicznej wartości dodanej miała być jej prostota, taka mnogość i dowolność korekt pozwala mieć wątpliwości co do łatwego zrozumienia i sprawnego stosowania tej miary w praktyce przez pracowników, w szczególności pracowników najniższego szczebla.

Wykorzystanie ekonomicznej wartości dodanej w zarządzaniu przedsiębiorstwem zarządzanym przez właścicieli wymagałoby wprowadzenia dodatkowego systemu ewidencji księgowej – oprócz dotychczas stosowanych systemów ewidencji (dla celów zewnętrznych oraz wewnętrznych), jednostka musiałaby prowadzić system ewidencji na potrzeby EVA⁵¹. Oczywiście jest, że w odniesieniu do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w zdecydowanej

rzeczywistości ekonomicznej powodowane przez amerykańskie prawo bilansowe wynosi około 120. Do najważniejszych obszarów, których dotyczą korekty zalecane przez autorów koncepcji EVA zaliczyć można badania i rozwój, uznawanie kosztów, inwestycje strategiczne, rachunkowość fuzji i przejęć, amortyzację, odpisy restrukturyzacyjne czy podatki. Por. S. Gillan, Corporate Governance, EVA and Shareholder Value, An Interview with Joel Stern, *Journal of Applied Corporate Finance*, spring/summer 2004, vol. 16, nr 2-3, s. 94; A. Ehrbar, op. cit., s. 134-136.

⁴⁹ Por. G.B. Stewart, *The Quest...*, wyd. cyt., s. 112; A. Ehrbar, op. cit., s. 135.

⁵⁰ Każde przedsiębiorstwo powinno określić liczbę niezbędnych korekt wielkości księgowych, dopasowując formułę EVA do swojej struktury organizacyjnej, profilu działalności, strategii i systemu rachunkowości. Każda jednostka powinna zatem określić własną definicję EVA, stanowiącą kompromis pomiędzy prostotą i zrozumiałością a wystarczającym opisem skomplikowanej rzeczywistości gospodarczej. Większa liczba korekt sprawia bowiem, że miernik staje się dokładniejszy, lecz jednocześnie traci na przejrzystości i powoduje wzrost kosztów jego stosowania. Z doświadczeń Stern Stewart & Co. wynika, że w większości przedsiębiorstw ok. 15 poprawek daje zadawalające rezultaty, natomiast A. Cwynar i W. Cwynar podają, że podstawowe znaczenie dla prawidłowego wyliczenia ekonomicznej wartości dodanej ma około 20-25 korekt wielkości księgowych. A. Ehrbar wyróżnia nawet cztery poziomy ekonomicznej wartości dodanej (podstawową, odkrytą, dopasowaną i prawdziwą), w zależności od liczby korekt, jakich użyto w jej obliczaniu. W tworzeniu odpowiadającej danej firmie definicji EVA uwzględniać należy takie kryteria zasadności korekt, jak istotność korekty, dostępność niezbędnych danych, zrozumiałość zmiany dla menedżerów operacyjnych, możliwość wyjaśnienia jej pracownikom, członkom zarządu i akcjonariuszom, możliwość wprowadzenia korekty i pozostawienia bez zmian przez minimum trzy lata, wpływ korekty na silniejsze powiązanie EVA z wartością rynkową firmy (tzn. czy przybliży EVA do faktycznego zysku ekonomicznego i czy nie wymaga subiektywnego osądu) oraz związek korekty z pozycjami, które odpowiednie osoby mają pod swoją kontrolą. Por. A. Ehrbar, op. cit., s. 134, 145; A. Cwynar, W. Cwynar, *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część I)*, *Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie*, nr 3/2000, s. IV.

⁵¹ Chodzi np. o stosowanie specjalnych „kont zawieszonych” czy kapitalizowanie niektórych wydatków na potrzeby EVA. Por. G.B. Stewart, *Accounting...*, wyd. cyt.; A. Ehrbar, op. cit., s. 136 i dalsze.

większości przedsiębiorstw małych, konieczność prowadzenia kolejnego systemu ewidencji stanowi istotną wadę. Praktyka pokazuje, że małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce ewidencję ograniczają do zakresu, który jest wymagany przepisami prawa⁵². Powoduje to obiektywną trudność wprowadzenia EVA do tej klasy przedsiębiorstw. Ponadto istnieje obawa braku przygotowania merytorycznego pracowników do implementacji EVA⁵³.

Zgodnie z **czwartym kryterium** postuluje się, aby poszukiwany miernik skupiał się na realizacji głównej funkcji, którą jest wewnętrzny pomiar wyników działalności przedsiębiorstwa z perspektywy właścicielskiej. W tym kontekście ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem uniwersalnym, który służyć ma ocenie przedsiębiorstw z zewnątrz, budowie rankingów spółek, likwidowaniu problemu agencji na najwyższym szczeblu piramidy organizacyjnej, budowie portfela przedsiębiorstw danego inwestora. Wielofunkcyjność miernika osiąga się kosztem wejścia na pewien poziom ogólności. Ponieważ zamiarem autora jest znalezienie specjalistycznej miary wewnętrznej, specyficznej dla badanej grupy przedsiębiorstw, EVA jest w tym kontekście miernikiem niewystarczającym.

Poza odniesieniem się do kryteriów, jakie powinien spełniać poszukiwany miernik, wskazać należy inne konsekwencje zastosowania ekonomicznej wartości dodanej w analizowanej grupie podmiotów.

Niewątpliwą zaletą, jaka wiąże się z wykorzystywaniem EVA w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli jest uwzględnianie przez ten miernik całkowitego kosztu kapitału, w tym kosztu kapitału własnego. Zastosowanie ekonomicznej wartości dodanej wymusza przede wszystkim u właścicieli, ale również u pracowników, uświadomienie, że kapitał własny nie jest darmowy, a koszt kapitału własnego należy postrzegać w kategoriach kosztu alternatywnego (kosztu utraconych możliwości)⁵⁴. Wiąże się to z zaprzestaniem postrzegania celu działalności jako zwiększenia wyniku finansowego netto⁵⁵. Wprowadzenie EVA spełniłoby zatem pożyteczną funkcję edukacyjną, co szczególnie w

⁵² Poza tym istnieje cała grupa małych przedsiębiorstw opodatkowanych z wykorzystaniem form uproszczonych, gdzie ewidencja jest prowadzona w formie szcztkowej.

⁵³ O ile sama idea zysku ekonomicznego jest koncepcją względnie prostą, o tyle liczne korekty wielkości księgowych, które przecież odróżniają EVA od zysku ekonomicznego, są o wiele bardziej skomplikowane i wymagają odpowiedniego przygotowania merytorycznego. Przewyciężenie braku kompetencji pracowników mogłoby stać się możliwe dzięki odpowiednim szkoleniom, które jednak są kosztowne. Poza tym mało prawdopodobne jest wprowadzanie w mniejszych przedsiębiorstwach systemu zarządzania opartego na EVA przez Stern Stewart & Co. ze względu na wysokie ceny tego typu usług.

⁵⁴ W Polsce w tego typu przedsiębiorstwach kapitał własny ciągle traktowany jest jako darmowe źródło finansowania. Por. A. Cwynar, W. Cwynar, Praktyczne problemy..., wyd. cyt., s. 39.

⁵⁵ Choć w części, szczególnie mniejszych, przedsiębiorstw w Polsce zmierza się do osiągnięcia wyniku finansowego równego zero, a precyzyjniej – zerowej podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym, co doskonale wpisuje się w zaproponowany w rozprawie model analizy tworzenia wartości dla właścicieli.

przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli odegrać mogłoby ważną rolę. Zaznaczyć jednak należy, że taką samą funkcję spełnia oparcie zarządzania o kategorię zysku ekonomicznego (rezydualnego). Natomiast to, co odróżnia ekonomiczną wartość dodaną od zysku ekonomicznego, czyli korekty danych księgowych, stanowiłoby jedynie, szczególnie w przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, dodatkowe komplikowanie rzeczywistości.

Analizując zalety EVA w kontekście jej zastosowania w analizowanej grupie przedsiębiorstw, pamiętać należy, że jednym z głównych powodów powstania, a zarazem jedną z głównych zalet ekonomicznej wartości dodanej jest minimalizowanie kosztów agencji, jakie występują na linii właściciel – menedżer. W przedsiębiorstwie, gdzie właściciel jest jednocześnie menedżerem problem ten po prostu nie występuje, zatem wspomniana wyżej zaleta EVA traci na znaczeniu⁵⁶.

Przytoczone argumenty wskazują, że ekonomiczna wartość dodana nie jest odpowiednim miernikiem wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa, w którym funkcje zarządcze i właścicielskie skupione są w jednym ręku. Może być ona stosowana jedynie pomocniczo, jako miara zmiany wartości przedsiębiorstwa, nie spełniając głównego zadania stawianego przed poszukiwanym miernikiem, którym jest pomiar wytworzonej wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa w danym okresie. Wynika stąd konieczność poszukiwań lepszych narzędzi, które mogłyby wesprzeć zarządzanie tą klasą przedsiębiorstw z perspektywy interesów właścicielskich.

4.3.3. Wartość dodana dla akcjonariuszy

Wartość dodana dla akcjonariuszy (ang. SVA – shareholder value added)⁵⁷ odzwierciedla zmianę wartości przedsiębiorstwa w danym okresie, przy czym:

- wycena na koniec każdego okresu kalkulowana jest jako suma skumulowanej bieżącej wartości przepływów pieniężnych i zaktualizowanej wartości rezydualnej;
- przepływy pieniężne obliczane są jako różnica pomiędzy NOPAT⁵⁸ a inwestycjami dodatkowymi;
- inwestycje dodatkowe, to różnica pomiędzy wydatkami na aktywa trwałe i kapitał obrotowy a amortyzacją;
- wartość rezydualna obliczana jest jako renta wieczysta wielkości NOPAT osiągniętej w danym okresie.

⁵⁶ Nie oznacza to oczywiście, że w tego rodzaju przedsiębiorstwach w ogóle nie występują koszty agencji. Koszty te występują na niższych szczeblach zarządzania oraz pomiędzy innymi grupami interesu, na co zwrócono uwagę w rozdziale pierwszym.

⁵⁷ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 57.

⁵⁸ NOPAT w ujęciu Rappaporta to „gotówkowy” zysk operacyjny po opodatkowaniu, przy czym jego „gotówkowość” polega na tym, że odejmuje się podatek zapłacony w gotówce. Nie jest to ściśle rzecz ujmując kategoria tożsama z NOPAT definiowanym na potrzeby EVA, ponieważ nie obejmuje korekt proponowanych przez twórców ekonomicznej wartości dodanej.

Formuła na obliczanie wartości dodanej dla akcjonariuszy dla dowolnego okresu jest następująca⁵⁹:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k(1+k)^{t-1}} - \frac{I}{(1+k)^t} \quad (4.9)$$

gdzie:

SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy,

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu efektywną (gotówkową) stopą podatkową;

I – inwestycje dodatkowe, czyli wartość inwestycji w aktywa trwałe i kapitał obrotowy pomniejszona o amortyzację;

k – średni ważony koszt kapitału (WACC).

Wartość dodana dla akcjonariuszy jest różnicą pomiędzy wartością przedsiębiorstwa na koniec i na początek okresu, obliczoną zgodnie z opisanym powyżej podejściem⁶⁰. Zgodnie z tą koncepcją, aby w analizowanym okresie nastąpił wzrost wartości przedsiębiorstwa, skapitalizowana wartość wzrostu NOPAT musi być większa od wartości bieżącej dodatkowych inwestycji. Innymi słowy wartość dodana dla akcjonariuszy jest to różnica pomiędzy faktyczną obecną wartością przedsiębiorstwa a wartością przedsiębiorstwa w przypadku, gdyby przez ostatni okres nie podejmowano działań, aby ją pomnożyć⁶¹.

A. Rappaport dowodzi, że wartość dodana dla akcjonariuszy jest właściwym miernikiem wartości przedsiębiorstwa, informującym o przyroście wartości w danym okresie⁶². Stosowana może być także jako podstawa systemów motywacyjnych,

⁵⁹ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 133.

⁶⁰ Istotnym jest przy tym przyjęte przez A. Rappaporta założenie, że inwestycje dodatkowe ponoszone są na końcu okresu oraz że NOPAT wygenerowany zostaje także na końcu okresu. Ponadto amortyzacja ujęta w NOPAT przeznaczona jest na inwestycje odtworzeniowe, utrzymujące wielkość NOPAT z poprzedniego okresu na niezmiennym poziomie, a do wytworzenia nowej wartości służą inwestycje dodatkowe. Dlatego też wartość rezydualną definiuje się jako rentę wieczną NOPAT-u. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 49.

Wyprowadzenie wzoru na SVA wraz z przyjętymi założeniami zamieszczono w: J. Nowicki, Wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA) jako miernik w nurcie zarządzania przez wartość (VBM), w: S. Wrzosek (red.), Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 9 (1209), Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2008, s. 168.

⁶¹ Mylące może być określanie tą samą nazwą zarówno SVA wyrażonej w wartościach z końca określonego roku, jak i jej bieżącej wartości zdyskontowanej na początek pierwszego roku. Drugi przypadek opisuje formuła (4.9), natomiast w pierwszym przypadku A. Rappaport podaje następujący wzór (oznaczenia jak we wzorze 4.9):

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - \frac{I}{1+k} \quad (4.10)$$

Por. A. Rappaport, op. cit., s. 61.

⁶² W jej kalkulacji uwzględnia się siedem ogólnych nośników wartości: stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego i gotówkową stopę podatkową

szczególnie dla zarządów przedsiębiorstw niegiełdowych i menedżerów liniowych. Systemy takie powinny być oparte na uzyskanej SVA, a punktem odniesienia powinien być jej oczekiwany poziom ustalany na początku każdego trzyletniego okresu⁶³. Spotkać można opinie innych autorów potwierdzające opisaną powyżej zaletę tego miernika⁶⁴.

A. Rappaport argumentuje, że wartość dodana dla akcjonariuszy jest lepszym miernikiem niż ekonomiczna wartość dodana i inne odmiany zysku ekonomicznego. Metody wartości dodanej dla akcjonariuszy i zysku ekonomicznego przy odpowiednich założeniach dają taką samą wartość przedsiębiorstwa⁶⁵, ale mogą wykazywać znaczne różnice, jeśli chodzi o wartość dodaną w poszczególnych okresach, a w konsekwencji dawać sprzeczne wskazania co do tworzenia i niszczenia wartości w danym okresie⁶⁶.

Podobieństwo koncepcji wartości dodanej dla akcjonariuszy do wyceny zdyskontowanych przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym (FCFF) przedstawiono na rysunku 4.1. Ściślej rzecz ujmując, SVA jest

(NOPAT), zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto i inwestycje netto w majątek trwały (inwestycje dodatkowe), koszt kapitału (k) oraz okres przewagi konkurencyjnej (t).

⁶³ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 125-135.

⁶⁴ P. Attil i E. McLaney twierdzą, że implementacja SVA powoduje wprowadzenie konkretnego celu dla menedżerów, co powinno spowodować wzrost wartości przedsiębiorstwa. Por. P. Attil, E. McLaney *Management accounting for non-specialists*, 3rd edition, Prentice Hall, London 2002, s. 316; cyt. za: J.H. van Heerden de Wet, *A strategic approach in managing shareholders' wealth for companies listed on the JSE securities exchange South Africa*, University of Pretoria etd., Pretoria 2004, s. 31, <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-08192004-125904> (dostęp 27.02.2007).

⁶⁵ Przy odpowiednich założeniach wykazać można, że SVA jest zdyskontowaną rentą wieczystą zmian zysku ekonomicznego. Nieścisłość między wynikiem takiego przekształcenia a formułą obliczeniową SVA jest spowodowana niekonsekwentnym definiowaniem przez A. Rappaporta momentu wystąpienia inwestycji dodatkowych. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 141-142.

⁶⁶ A. Rapaport dowodzi wyższości SVA nad zyskiem ekonomicznym, argumentując to w trójnasób. Po pierwsze w metodzie SVA jako wartość podstawową ujmuje się skapitalizowany NOPAT z momentu zerowego, zatem wartość dodana zależy od przyszłych przepływów pieniężnych. Natomiast zysk ekonomiczny, jak również EVA, zależą od księgowej wyceny kapitału zainwestowanego, nawet jeśli była wielokrotnie korygowana. Wynika stąd możliwość „grania” kapitałem zainwestowanym. Po drugie SVA poprawnie ujmuje wydatki inwestycyjne, które stanowią faktyczny wpływ gotówki, odejmując je w okresie, w którym zostały poniesione. Natomiast w metodzie zysku ekonomicznego wydatki te powiększają kapitał zainwestowany i pośrednio pomniejszają NOPAT jako iloczyn kapitału zainwestowanego i kosztu kapitału wyrażonego procentowo. Takie podejście opiera się na wartości księgowej kapitału z lat wcześniejszych. Po trzecie SVA zakłada, że osiągnięty poziom NOPAT będzie utrzymany w przyszłości, dlatego też kapitalizuje zmianę NOPAT w każdym okresie. Metoda zysku ekonomicznego natomiast nie przypisuje skapitalizowanej wartości wzrostu NOPAT do żadnego z okresów szczegółowej prognozy, natomiast przypisuje ten wzrost do wartości rezydualnej, czyli po okresie szczegółowej prognozy, co jest wzajemnie sprzeczne. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 135-140.

to przyrost wartości przedsiębiorstwa w danym okresie obliczonej za pomocą metody FCFF.

Rysunek 4.1

Przepływy podlegające dyskontowaniu – FCFF a koncepcja SVA

FCFF	Podejście A. Rappaporta
<p>+ przychody operacyjne</p> <p>- koszty operacyjne (w tym amortyzacja)</p> <p>= zysk operacyjny</p> <p>- podatek</p> <p>= zysk operacyjny netto</p> <p>+ amortyzacja</p> <p>-/+ zmiana KON</p> <p>-/+ saldo przepływów inwestycyjnych</p> <p>= przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu</p>	<p>NOPAT</p> <p>- inwestycje dodatkowe</p> <p>= przepływy pieniężne podlegające dyskontowaniu</p>

Źródło: opracowanie własne.

Przytoczona charakterystyka wartości dodanej dla akcjonariuszy umożliwia **analizę jej przydatności dla niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli**. Miarę tę poddano analizie pod kątem spełniania **kryteriów, jakim powinien odpowiadać poszukiwany miernik** wytworzonej wartości dla właścicieli w tego typu podmiotach. W tym kontekście wartość dodana dla akcjonariuszy powiela niedoskonałości ekonomicznej wartości dodanej.

Wartość dodana dla akcjonariuszy nie spełnia **pierwszego kryterium**, bowiem jest miarą zmiany wartości przedsiębiorstwa, a nie miarą wytworzonej wartości dla właścicieli⁶⁷. Jest to kluczowy mankament analizowanego miernika z perspektywy celu rozprawy.

Poza tym wartość dodana dla akcjonariuszy nawet jako miara zmiany wartości przedsiębiorstwa ma mankamenty. Podkreślić należy dalekie od rzeczywistości uproszczenia poczynione w założeniach, na podstawie których SVA wyprowadzono. W szczególności chodzi o posługiwanie się formułą na bieżącą wartość renty wieczystej w celu wyznaczenia wartości dodanej w efekcie dodatkowych inwestycji⁶⁸, jak również założenie, że inwestycje dodatkowe

⁶⁷ Nazwanie omawianego miernika wartością dodaną dla akcjonariuszy należy uznać za niefortunne, ponieważ w istocie jest to przyrost wartości przedsiębiorstwa, a jak już wielokrotnie podkreślano pojęcia wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy (właścicieli) nie są tożsame. Por. T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 207.

⁶⁸ Wzór na SVA zakłada, że osiągnięty NOPAT pozostanie na tym poziomie w kolejnych okresach, a działania przedsiębiorstwa mają polegać na tym, aby w kolejnym okresie zwiększyć poziom NOPAT-u. Osiągnąć to można dzięki inwestycjom dodatkowym. Co więcej, wzór na SVA zakłada, że do utrzymania NOPAT-u, a w konsekwencji także wartości

ponoszone są na końcu okresu, a NOPAT wygenerowany zostaje w tym samym momencie. Jest to założenie nierealistyczne, przyjmujące natychmiastowe występowanie efektów, równocześnie z poniesieniem nakładów. Jednak kiedy A. Rappaport stara się wykazać związek pomiędzy zmianą zysku ekonomicznego a SVA, to łamie przyjęte wcześniej założenie i przyjmuje, że inwestycje dodatkowe poniesione na początku okresu skutkują określoną wielkością NOPAT na końcu tego okresu⁶⁹. Wtedy to formuła na wartość dodaną dla akcjonariuszy przybiera postać⁷⁰:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - I \quad (4.11)$$

Wcześniejszy wywód opiera się natomiast na założeniu, że:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{k} - \frac{I}{1+k} \quad (4.12)$$

gdzie:

oznaczenia – jak we wzorze (4.9)⁷¹.

Należy zauważyć, że z podanych powyżej wzorów, to formuła (4.11) jest bliższa rzeczywistości, ponieważ zakłada, że najpierw należy ponieść nakłady, aby po upływie okresu uzyskać efekty. Podkreśla zatem związek przyczynowo-skutkowy, jaki występuje między nakładem a efektem oraz opóźnienie w czasie wystąpienia efektu w stosunku do poniesienia nakładu. Podkreślić jednak należy dwie niedoskonałości tak zdefiniowanej wartości dodanej dla akcjonariuszy. Po pierwsze formuła (4.11) zakłada opisaną powyżej prawidłowość tylko w odniesieniu do inwestycji dodatkowych, podczas gdy inwestycje odtworzeniowe mają dawać efekty natychmiastowo. Po drugie wartość dodana dla akcjonariuszy w ogóle nie bierze pod uwagę sytuacji, w której pomiędzy inwestycjami a ich efektem w postaci zwiększonego NOPAT-u upływa okres dłuższy niż rok. Z tego powodu miernik ten nie nadaje się do stosowania w przedsiębiorstwach, w których poniesione nakłady inwestycyjne dają oczekiwane efekty po kilku latach⁷².

Odnosząc się do uproszczonego ujmowania dodatkowych inwestycji przez SVA, zaproponować można modyfikacje wzoru, pozwalające obliczyć wartość dodaną dla akcjonariuszy w sytuacji, gdy:

na poziomie z poprzedniego okresu wystarczy inwestowanie na poziomie amortyzacji. W rzeczywistości tak uproszczone relacje z reguły nie występują. Por. A. Rappaport, op. cit., s. 138.

⁶⁹ Oznacza to de facto poniesienie inwestycji dodatkowych na początku okresu, a inwestycji odtworzeniowych, odejmowanych w kalkulacji NOPAT, na końcu okresu.

⁷⁰ Por. A. Rappaport, op. cit., s. 141.

⁷¹ Por. tamże, s. 61.

⁷² Jest to zatem podobny problem z jakim borykają się miary księgowe oraz ekonomiczna wartość dodana w sytuacji, kiedy nie dokona się odpowiedniej korekty.

- dodatkowe inwestycje w aktywa trwałe następują na początku okresu, a w kapitał obrotowy netto na końcu okresu;
- dodatkowe inwestycje w aktywa trwałe ponoszone są przez kilka lat;
- docelowy przyrost zysku operacyjnego po opodatkowaniu osiągany jest stopniowo w ciągu kilku okresów⁷³.

Wszystkie te modyfikacje wzoru na SVA odnoszą się do dodatkowych inwestycji, pomijają natomiast wspomniany powyżej problem związany z momentem wystąpienia inwestycji odtworzeniowych⁷⁴.

Mankamentem wartości dodanej dla akcjonariuszy jako miary zmiany wartości przedsiębiorstwa jest ponadto trudność w przewidywaniu przyszłych przepływów pieniężnych i określaniu wartości rezydualnej na koniec konkretnego okresu⁷⁵.

Wartość dodana dla akcjonariuszy nie spełnia **drugiego kryterium**, bowiem nie uwzględnia specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, tj. przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

Analiza wartości dodanej dla akcjonariuszy pod kątem spełniania **trzeciego kryterium** wskazuje na znaczny poziom skomplikowania miernika. Jest to wada szczególnie istotna dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, które w większości zaliczyć można do małych i średnich, powodująca nieprzejrzystość i niezrozumiałość dla pracowników. Ideą zarządzania przez wartość jest bowiem skoncentrowanie na odpowiednim mierniku wszystkich uczestników organizacji, od najwyższych szczebli aż po szeregowych pracowników. Wydaje się, że konstrukcja miernika SVA jest bardziej skomplikowana chociażby od koncepcji zysku ekonomicznego, a jej zrozumienie wymaga bardziej zaawansowanej wiedzy z finansów⁷⁶, dlatego też może być niezrozumiała dla niefinansistów.

Biorąc pod uwagę **czwarte kryterium**, stwierdzić trzeba, że A. Rappaport podając zalety stosowania wartości dodanej dla akcjonariuszy, uwypukla przede wszystkim jej zastosowanie jako wewnętrznej miary do zarządzania przedsiębiorstwem, która powinna być podstawą systemu motywacyjnego. SVA zaprojektowana zatem została do spełniania jednej głównej funkcji – pomiaru zmiany wartości przedsiębiorstwa w danym okresie. Nie jest to jednak ta funkcja, na której powinien się koncentrować poszukiwany miernik (wewnętrzny pomiar wytworzonej wartości dla właścicieli w danym okresie). Z perspektywy sformułowanych kryteriów wartość dodana dla akcjonariuszy jest zatem miernikiem niewystarczającym.

⁷³ Por. T. Dudycz, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 204-205.

⁷⁴ Por. tamże, s. 204-207.

⁷⁵ Por. J.H. van Heerden de Wet, op. cit., s. 31.

⁷⁶ Chodzi między innymi o zastosowanie teorii zmiennej wartości pieniądza w czasie.

4.3.4. Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji i gotówkowa wartość dodana

Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji (ang. CFROI – cash flow return on investment)⁷⁷ postrzega przedsiębiorstwo jako portfel projektów inwestycyjnych w nim realizowanych i odzwierciedla stopę zwrotu z wszystkich inwestycji dokonanych w przedsiębiorstwie, przy czym przepływy i nakłady szacowane są w cenach stałych. W kalkulacji CFROI dokonywać należy korekt wielkości księgowych, dzięki czemu ma to być realna stopa zwrotu z inwestycji, którą można porównywać w różnych okresach, przy różnych poziomach inflacji, pomiędzy różnymi przedsiębiorstwami, w różnych krajach.

Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji odwołuje się do technik wykorzystywanych przy ocenie opłacalności projektów inwestycyjnych. CFROI to długoterminowa stopa zwrotu definiowana analogicznie do wewnętrznej stopy zwrotu (ang. IRR – internal rate of return)⁷⁸, która jest rozwiązaniem poniższego równania względem CFROI:

$$\sum_{i=1}^n \frac{BCF}{(1 + CFROI)^i} + \frac{ANA}{(1 + CFROI)^n} = IB \quad (4.14),$$

gdzie:

IB – inwestycje brutto, w tym aktywa amortyzowane i nieamortyzowane,

BCF – przepływy pieniężne brutto (cash flow brutto),

ANA – aktywa nieamortyzowane,

n – długość życia projektu (przedsiębiorstwa).

Istotę gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji prezentuje rysunek 4.2.

⁷⁷ Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji i gotówkowa wartość dodana (ang. CVA – cash value added) to dwa uzupełniające się mierniki propagowane przez HOLT Value Associates (aktualnie Credit Suisse First Boston HOLT) i Boston Consulting Group. Por. B.J. Madden, CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, Oxford 1999; R. Myers, op. cit., s. 1; A. Cwynar, W. Cwynar, Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości, część II, Controlling i Rachunkowość Zarządcza 8/2000, s. VII.

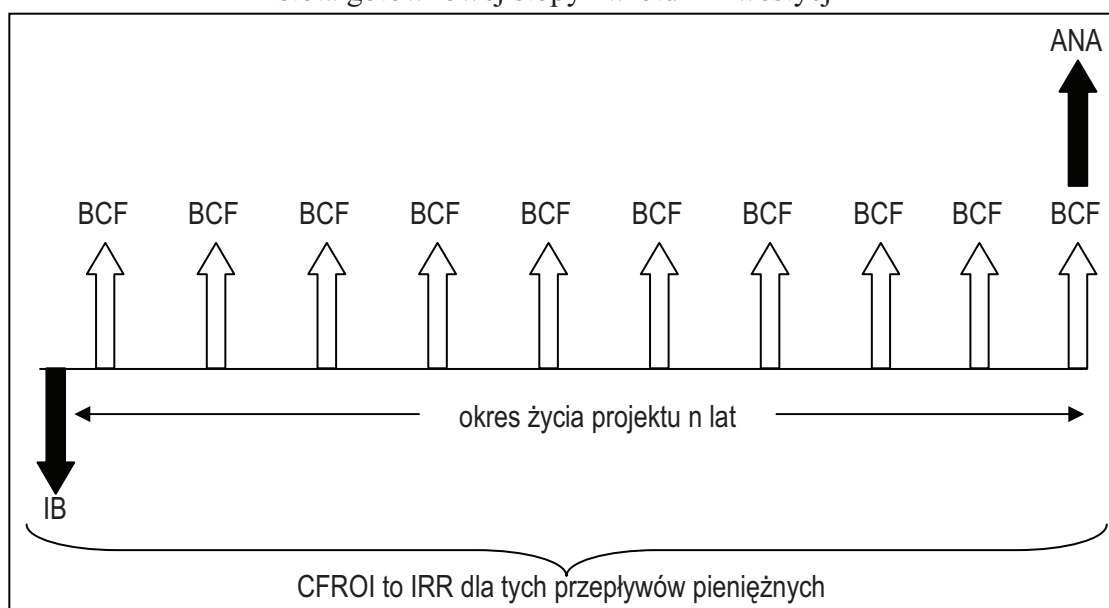
⁷⁸ Jak wspomniano w rozdziale trzecim, IRR to stopa dyskontowa, która zrównuje bieżącą wartość dodatnich i ujemnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsięwzięcie. Oznacza to, że IRR jest stopą dyskontową, przy której wartość bieżąca netto (NPV) jest równa zero. Dla typowych projektów inwestycyjnych IRR spełnia zatem równanie (gdzie CF_i to przepływ pieniężny osiągnięty w i-tym momencie, a CF_0 – nakład inwestycyjny poniesiony w momencie zerowym):

$$\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + IRR)^i} = CF_0 \quad (4.13)$$

Pod pojęciem typowego projektu inwestycyjnego rozumie się natomiast takie przedsięwzięcie, które wymaga poniesienia nakładów w początkowym okresie (ujemny przepływ pieniężny), a w następnych okresach generuje same dodatnie przepływy pieniężne. Por. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, op. cit., t. 1, s. 313.

Rysunek 4.2

Istota gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji



Źródło: opracowanie własne na podstawie B.J. Madden, CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, Oxford 1999, s. 79; T. Dudycz, Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 230.

Komponenty inwestycji brutto przedstawiono na rysunku 4.3, natomiast komponenty przepływów pieniężnych brutto w kalkulacji gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji zaprezentowano na rysunku 4.4.

Rysunek 4.3

Komponenty inwestycji brutto w kalkulacji CFROI

Inwestycje brutto (IB) =	
aktywa amortyzowane	+ aktywa nieamortyzowane (ANA)
wartość księgowa środków trwałych + skumulowana amortyzacja + korekta inflacyjna środków trwałych + majątek dzierżawiony + wartości niematerialne i prawne - aktywa finansowane odroczonym podatkiem	należności + inwestycje + rozliczenia międzyokresowe = aktywa monetarne - nieodsetkowe zobowiązania = aktywa monetarne netto + zapasy + korekta inflacyjna LIFO zapasów + grunty

Źródło: opracowanie własne na podstawie B.J. Madden, CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, Oxford 1999, s. 114-133; T. Dudycz, Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 227-229; W. Skoczylas, Koncepcja Cash Value Added w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa, Przegląd organizacji, nr 6/2000, s. 30.

Długość życia projektu (n) oblicza się według następującego wzoru⁷⁹:

$$n = \frac{\text{amortyzowane środki trwale brutto}}{\text{roczna amortyzacja}} \quad (4.15)$$

Rysunek 4.4

Komponenty przepływów pieniężnych brutto w kalkulacji CFROI

Przepływy pieniężne brutto =
zysk netto
+ amortyzacja
+ odsetki od kredytów po opodatkowaniu
+ zapłacony czynsz i opłaty leasingowe po opodatkowaniu
+ inflacyjna korekta wyceny zapasów
+/- inflacyjne zyski lub straty na aktywach monetarnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie B.J. Madden, CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, Oxford 1999, s. 133-138; T. Dudycz, Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 223; W. Skoczylas, Koncepcja Cash Value Added w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa, Przegląd organizacji, nr 6/2000, s. 30.

Na podstawie gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji definiuje się gotówkową wartość dodaną (CVA):

$$CVA = (CFROI - rWACC) \times \text{inwestycje brutto} \quad (4.16)$$

gdzie:

rWACC – realny średni ważony koszt kapitału,
pozostałe oznaczenia – jak wyżej.

W kalkulacji CVA wykorzystuje się realny koszt kapitału. Tak zdefiniowana CVA wyraża zdaniem jej autorów przyrost realnej wartości przedsiębiorstwa w określonym czasie wyrażony przepływami pieniężnymi⁸⁰. CVA stanowi zatem miernik analogiczny do EVA, tylko że w ujęciu gotówkowym i realnym. Dodatnia CVA oznaczać ma przyrost wartości, natomiast ujemna – spadek wartości.

Podobnie jak EVA, gotówkowa wartość dodana stanowić może podstawę systemu zarządzania na poszczególnych poziomach organizacyjnych przedsiębiorstwa, a w szczególności systemu zarządzania finansami oraz motywacyjnego systemu wynagrodzeń, polegającego na wynagradzaniu za wzrost CVA.

Przytoczona charakterystyka mierników CFROI i CVA umożliwia **analizę ich przydatności dla niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli**. Miary te poddano analizie pod kątem spełniania **kryteriów, jakim**

⁷⁹ Por. B.J. Madden, op. cit., s. 113.

⁸⁰ Oparcie CVA na przepływach pieniężnych oraz oczyszczenie z wpływu inflacji uważa się za główne zalety tego podejścia. Por. A. Cwynar, W. Cwynar, Jak zmierzyć..., wyd. cyt., s. XI.

powinien odpowiadać poszukiwany miernik wytworzonej wartości dla właścicieli w tego typu podmiotach.

Po pierwsze CVA zbudowana przy użyciu CFROI stanowi, podobnie jak EVA i SVA, miarę zmiany wartości przedsiębiorstwa, nie informuje zatem o wytworzonej wartości dla właścicieli w danym okresie. Nie spełnia zatem **pierwszego z kryteriów** postawionych przed poszukiwanym miernikiem.

Poza tym gotówkowa wartość dodana nawet jako miara zmiany wartości przedsiębiorstwa ma mankamenty. Najważniejszym z nich wydaje się fakt, że w pewnych sytuacjach zwiększaniu CFROI i CVA towarzyszyć może spadek lub brak zmian wartości przedsiębiorstwa. Do tych sytuacji zaliczyć można:

- redukcję inwestycji brutto,
- poświęcenie przyszłego wzrostu,
- graniu ryzykiem⁸¹.

Po drugie ani CFROI, ani CVA nie uwzględniają finansowej specyfiki niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, czyli przekosztowego przekazywania wartości właścicielom, nie spełniają zatem **drugiego kryterium**. Wynika to z faktu, że miary te zostały zaprojektowane z myślą o spółkach giełdowych, a nawet przeznaczone do zarządzania portfelem papierów wartościowych. Jednak zalety wynikające z tego faktu nie mają żadnego znaczenia w odniesieniu do podmiotów niegieldowych.

Analizowane mierniki nie spełniają także **trzeciego z kryteriów**, jakie sformułowano w poszukiwaniach odpowiedniego miernika wartości dla właścicieli w przedsiębiorstwach cechujących się brakiem rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich, tj. postulatu możliwie niskiego poziomu skomplikowania. Już sama gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji jest to miara skomplikowana w sensie metodycznym⁸². Zrozumienie tej koncepcji wymaga dobrej znajomości zagadnień finansowych⁸³, co stanowić może znaczne utrudnienie we wprowadzeniu tej miary

⁸¹ Są to sytuacje analogiczne do możliwości „grania” kapitałem zainwestowanym, przyszłym wzrostem i ryzykiem w odniesieniu do EVA. Zauważa to także A. Damodaran i T. Dudycz. Por. T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 245; A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 882.

Wskazać też można inne mankamenty CFROI i CVA jako miary zmiany wartości przedsiębiorstwa. Por. A. Damodaran, *Value creation...*, wyd. cyt., s. 68; A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 193; P. Szczepankowski, op. cit., s. 177.

⁸² Do konstrukcji tych mierników w sensie metodycznym zgłosić można też pewne zastrzeżenia, np. co do założenia o stałości BCF w okresie życia projektu czy koncentrowania się CFROI w pewnym stopniu na przeszłych zdarzeniach, podczas gdy wartość zależy od przyszłych przepływów. Por. T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 243.

⁸³ Chodzi między innymi o znajomość teorii zmiennej wartości pieniądza w czasie oraz metod oceny opłacalności inwestycji, takich jak wewnętrzna stopa zwrotu.

na wszystkich poziomach organizacyjnych przedsiębiorstwa⁸⁴. Inną wadą jest duża liczba i wysoki poziom trudności korekt, których należy dokonać, bazując na danych księgowych, aby obliczyć CFROI⁸⁵. Dodatkowo w niektórych przypadkach procedura obliczania CFROI jest jeszcze bardziej skomplikowana⁸⁶.

Oba wymienione zarzuty są szczególnie istotne dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, z reguły małych i średnich, nie dysponujących wielkimi budżetami szkoleniowymi, gdzie poszczególni pracownicy niekiedy łączą wiele funkcji w jednej osobie, a czynności ewidencyjne nierzadko ogranicza się do tych wymaganych przepisami prawa.

W odniesieniu do **czwartego ze sformułowanych kryteriów**, stwierdzić trzeba, że w założeniu autorów CFROI i CVA spełniać mają cały zestaw funkcji od wewnętrznej podstawy zarządzania przez wartość, przez wskaźnik oceny długoterminowych strategii przedsiębiorstw i alokacji zasobów aż po narzędzie wspomagające zarządzanie portfelem inwestycyjnym⁸⁷. Podobnie jak w przypadku EVA, wielofunkcyjność analizowanych mierników osiąga się kosztem wejścia na pewien poziom ogólności. W tym kontekście, ponieważ zamiarem autora jest znalezienie wewnętrznej miary wartości dla właścicieli, specyficznej dla badanej grupy przedsiębiorstw, CFROI i CVA uznać należy za mierniki niewystarczające.

⁸⁴ Nie omieszkał wytknąć tego A. Ehrbar ze Stern Stewart & Co., twierdząc że CFROI jest skomplikowana i nie da się jej „uproszczyć na tyle, aby zrozumieli ją nawet najinteligentniejsi menedżerowie spoza działów finansowych”. A. Ehrbar, op. cit., s. 135.

Sami autorzy CFROI przyznają, że jest to miara skomplikowana (jeszcze bardziej niż EVA) i trudna w implementacji, dlatego też może być bardziej przydatna wyższemu kierownictwu dużych korporacji niż na niższych poziomach piramidy organizacyjnej. Ich zdaniem dzięki złożoności osiąga się jednak większą dokładność pomiaru wyników przedsiębiorstwa. Por. B.J. Madden, op. cit., s. 210.

⁸⁵ Zalecane korekty ułomności wynikających z tradycyjnej rachunkowości dotyczą takich zagadnień jak inflacja, amortyzacja, zmiany w aktywach, okres życia aktywów, odroczone podatki, pozabilansowe składniki aktywów (dzierżawa, leasing operacyjny nie ujęty w bilansie), wycena zapasów wg FIFO i LIFO, wartość firmy. Por. B.J. Madden, op. cit., s. 105-142; T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 221; A. Cwynar, W. Cwynar, *Jak zmierzyć...*, wyd. cyt., s. XI.

⁸⁶ Wśród przypadków, w których procedura obliczania CFROI dodatkowo się komplikuje, autorzy koncepcji wymieniają występowanie wysokich nakładów na badania i rozwój, okresową rewaloryzację środków trwałych, występowanie bardzo starych środków trwałych (np. koleje), rezerwy zasobów naturalnych, otrzymywanie wysokich subsydiów, prowadzenie stosunkowo dużej działalności finansowej przy niewielkich środkach trwałych, dużą wartość reputacji w przeszłości. Por. T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 232.

⁸⁷ CFROI w połączeniu ze wskaźnikiem Q Tobina i przy wykorzystaniu koncepcji ekonomicznego cyklu życia przedsiębiorstwa, jak również zjawiska równania do średniej, ma wyjaśniać wiele ruchów rzeczywistych wskaźników relacji wartości rynkowej do księgowej, jak również ma pozwalać przewidywać zmiany poziomu cen akcji. Dlatego ma to być szczególnie interesujący miernik dla instytucji finansowych. Por. B.J. Madden, op. cit., s. 11, 161-188, 210; T. Dudycz, *Finansowe...*, wyd. cyt., s. 219, 240; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 75.

4.3.5. Gotówkowa wartość dodana E. Ottossona i F. Weissenriedera

Gotówkowa wartość dodana (ang. CVA – cash value added) autorstwa E. Ottossona i F. Weissenriedera (CVA_{FWC})⁸⁸ bazuje na analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Zgodnie z tą koncepcją tworzenie wartości w przedsiębiorstwie zależy od⁸⁹:

- początkowej kwoty inwestycji,
- generowanych operacyjnych przepływów pieniężnych,
- długości ekonomicznego życia inwestycji,
- kosztu kapitału.

Kluczowym w koncepcji CVA_{FWC} jest podział inwestycji w przedsiębiorstwie na strategiczne i niestrategiczne. Inwestycje strategiczne (ang. SI – strategic investments) to te przedsięwzięcia, które mają pomnażać wartość. Zdaniem autorów CVA_{FWC} właściciele mają określone wymagania finansowe właśnie w odniesieniu do inwestycji strategicznych i to na nich powinien skupić swoją uwagę menedżer. Zależą one od specyfiki sektora i to nimi powinno się zarządzać i ich wyniki mierzyć. Natomiast inwestycje niestrategiczne (ang. NSI – non-strategic investments) są to wydatki inwestycyjne, które mają utrzymać dotychczasową wartość i z założenia nie mają tworzyć nowej wartości. Są one konsekwencją przeszłych decyzji (inwestycji) strategicznych (np. inwestycje odtworzeniowe). W praktyce każda inwestycja strategiczna tworzy konieczną ścieżkę inwestycji niestrategicznych w przyszłości. Stąd NSI są znacznie częstsze niż SI⁹⁰ i zdaniem autorów koncepcji CVA_{FWC} powinny być traktowane w rachunku opłacalności jak koszty⁹¹. W tej sytuacji kluczowym jest, aby rozróżniać inwestycje strategiczne od niestrategicznych.

Formuła na gotówkową wartość dodaną jest następująca:

$$CVA_{FWC} = OCF - OCFD \quad (4.17)$$

gdzie:

OCF – operacyjny przepływ pieniężny (ang. operating cash flow),

⁸⁸ Miernik E. Ottossona (Svenska Cellulosa AB SCA) i F. Weissenriedera (firma konsultingowa VBM FWC AB) ma nazwę zbieżną z gotówkową wartością dodaną firm HOLT i BCG, lecz jest to zdaniem jego autorów jedyne podobieństwo. Dla odróżnienia gotówkową wartość dodaną Ottossona i Weissenriedera oznacza się w rozprawie skrótem CVA_{FWC} . Por. E. Ottosson, F. Weissenrieder, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance, working paper, Study No 1996:1, <http://papers.ssrn.com> (dostęp 11.06.2006); . F. Weissenrieder, Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, Gothenburg Studies in Financial Economics, Study No 1997:3, 1998, www.anelda.com (dostęp 20.06.2003), s. 6.

⁸⁹ Por. E. Ottosson, F. Weissenrieder, op. cit., s. 2.

⁹⁰ Na przykład nową linię produktową wprowadza się na rynek z reguły znacznie rzadziej niż odnawia maszyny i urządzenia.

⁹¹ W tradycyjnej księgowości inwestycje niestrategiczne byłyby kapitalizowane i zaliczane do bazy kapitałowej, o ile nie stanowiłyby kosztów okresu.

OCFD – wymagany operacyjny przepływ pieniężny (ang. operating cash flow demand).

CVA_{FWC} jest zatem różnicą pomiędzy dwoma przepływami pieniężnymi – zrealizowanym przez przedsiębiorstwo (OCF) oraz wymaganym przez inwestorów (OCFD). Operacyjny przepływ pieniężny wyznacza się jako:

$$OCF = EBITDA - \Delta KON - NSI \quad (4.18)$$

gdzie:

EBITDA – zysk przed amortyzacją, odsetkami, opodatkowaniem, w wersji gotówkowej (skorygowany o elementy niegotówkowe),

ΔKON – zmiana kapitału obrotowego netto,

NSI – inwestycje niestrategiczne.

Wymagany operacyjny przepływ pieniężny (OCFD) jest to koszt kapitału wyrażony kwotowo, a nie procentowo. OCFD wyznacza się oddzielnie dla każdej inwestycji strategicznej w przedsiębiorstwie jako przepływ pieniężny, jaki musiałaby generować każda inwestycja strategiczna w każdym roku, aby dać NPV równą zero (w wartościach nominalnych). Zakłada się, że OCFD to równa kwota w wartościach realnych dla każdego roku, zatem nominalnie OCFD zmienia się z roku na rok o stopę inflacji:

$$SI = \frac{OCFD_1}{k-i} - \frac{OCFD_1 \times (1+i)^n}{(1+k)^n} \Rightarrow OCFD_1 = \frac{SI}{\frac{1}{k-i} - \frac{(1+i)^n}{(1+k)^n}} \quad (4.19)$$

gdzie:

SI – początkowy wydatek dla danej inwestycji strategicznej,

n – długość życia danej inwestycji strategicznej,

k – koszt kapitału,

i – stopa inflacji.

OCFD dla przedsiębiorstwa to suma OCFD dla wszystkich inwestycji strategicznych. Zdaniem jej autorów CVA_{FWC} wynika i pozostaje w ścisłym związku z formułą wartości bieżącej netto (NPV). Przy tak zdefiniowanych komponentach formuły obliczeniowej, CVA_{FWC} oznacza:

- $CVA_{FWC} > 0 \Leftrightarrow NPV > 0 \rightarrow$ wartość jest tworzona;
- $CVA_{FWC} = 0 \Leftrightarrow NPV = 0 \rightarrow$ wartość pozostaje bez zmian;
- $CVA_{FWC} < 0 \Leftrightarrow NPV < 0 \rightarrow$ wartość jest niszczone.

Tworzy się także Index CVA_{FWC} (oznaczenia jak we wzorze (4.17)):

$$CVA_{FWC} \text{ Index} = \frac{OCF}{OCFD} \quad (4.20)$$

Wskaźnik ten ujmuje tworzenie wartości przez daną jednostkę w ujęciu względnym, dzięki czemu nadaje się do porównań pomiędzy różnymi przedsiębiorstwami, jak również działami tego samego przedsiębiorstwa.

Głównymi nośnikami wartości wyróżnianymi w metodzie CVA_{FWC} są:

- przychody ze sprzedaży,
- marża EBITDA (EBITDA / przychody),
- marża ΔKON (ΔKON / przychody),
- marża inwestycji niestrategicznych (NSI / przychody),
- marża OCFD (OCFD / przychody).

Podstawiając zależność opisaną wzorem (4.18) do wzoru (4.20) oraz uwzględniając powyższe nośniki wartości, otrzymać można następującą zależność⁹²:

$$CVA_{FWC} \text{ Index} = \frac{\text{marża EBITDA} - \text{marża } \Delta KON - \text{marża NSI}}{\text{marża OCFD}} \quad (4.21)$$

a także:

$$CVA_{FWC} = (\text{marża EBITDA} - \text{marża } \Delta KON - \text{marża NSI} - \text{marża OCFD}) \times \text{przychody} \quad (4.22)$$

Analiza danych historycznych dotyczących nośników wartości może zostać wykorzystana w planowaniu. Analiza ich poziomu oraz dekompozycja na mikronośniki stanowić może istotną pomoc w przewidywaniu, czy planowana strategia powiększy wartość i w obrębie których nośników ta wartość będzie tworzona.

Podobnie jak inne mierniki CVA_{FWC} może być podstawą kompleksowego systemu zarządzania przez wartość. Zdaniem autorów koncepcji CVA_{FWC} ma następujące zalety⁹³:

- pozwala kierownictwu skupić się na rzadszych, ale istotnych inwestycjach strategicznych, a nie na częstszych, ale mniej istotnych inwestycjach niestrategicznych;
- daje istotną informację zwrotną odnośnie finansowych skutków przeszłych decyzji, co pomaga kierownictwu uczyć się na własnych błędach;
- zwraca uwagę jedynie na tematy istotne dla zarządzających, natomiast nie przywiązuje wagi do nie kreujących wartości rozwiązań księgowych;
- jest ściśle związana z zachodzącymi w przedsiębiorstwie operacjami, dlatego też pomaga zrozumieć rzeczywistość biznesu;
- jej prostota polegać ma na tym, że mierzy tylko przepływy pieniężne⁹⁴, koncentrując się na sprawdzeniu, czy inwestycje strategiczne są opłacalne czy nie;

⁹² Por. F. Weissenrieder, op. cit., s. 6.

⁹³ Por. E. Ottosson, F. Weissenrieder, op. cit., s. 10.

⁹⁴ Wskazują na to także polscy autorzy. Por. A. Cwynar, W. Cwynar, Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 235; P. Szczepankowski, op. cit., s. 178.

- wykorzystuje specyficznie obliczany kwotowy koszt kapitału, co jest lepszym rozwiązaniem niż obliczenie opłaty za kapitał, polegające na przemnożeniu procentowego kosztu kapitału przez kapitał zainwestowany⁹⁵;

- nie jest adresowana do wierzycieli, urzędów podatkowych, audytorów, pracowników czy massmediów tylko do decydentów, a jej celem jest wspomaganie ich w podejmowaniu decyzji.

Przytoczona charakterystyka gotówkowej wartości dodanej E. Ottosona i F. Weissenriedera umożliwia **analizę jej przydatności dla niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli**.

CVA_{FWC} podobnie jak wszystkie analizowane dotychczas mierniki nie mierzy wytworzonej wartości dla właścicieli, tylko zmianę wartości przedsiębiorstwa, nie spełnia zatem **pierwszego kryterium** doboru właściwego miernika. Nie uwzględnia także finansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, czyli przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom, przez co nie spełnia **drugiego kryterium**.

W kontekście **trzeciego z kryteriów** sformułowanych dla potrzeb poszukiwania właściwego miernika, twierdzenia autorów gotówkowej wartości dodanej o prostocie tej miary⁹⁶ należy uznać za kontrowersyjne.

Po pierwsze w kalkulacji operacyjnego przepływu pieniężnego wykorzystać należy zysk przed odjęciem amortyzacji, odsetek i podatku (EBITDA) w ujęciu gotówkowym. Oznacza to, że dane z tradycyjnej rachunkowości należy odpowiednio skorygować. W praktyce wprowadzenie systemu zarządzania opartego na CVA_{FWC} wymusza zatem prowadzenie specjalnej ewidencji. Wymóg ten odnosi się nie tylko do obliczania EBITDA, ale także podejścia do różnych wydatków i kwalifikowania ich jako inwestycji strategicznych bądź inwestycji niestrategicznych (kosztów).

Po drugie miara, jaką jest CVA_{FWC} jest dość skomplikowana w sensie metodycznym. Jej dogłębne zrozumienie wymaga dobrej znajomości zagadnień

⁹⁵ Argument ten odnosi się do problemu oceny rentowności majątku zużytego w różnym stopniu – przy podobnych zyskach nowy majątek wykazuje niższą rentowność niż ten bardziej zużyty. Problem ten dotyczy oceny przedsiębiorstwa za pomocą tradycyjnych mierników księgowych, takich jak ROI, ROA czy ROE, jak również EVA. W koncepcji CVA_{FWC} problem ten rozwiązano, wyznaczając OCFD przy pomocy wzoru na wielkość renty przy znanej wartości bieżącej. Jest to podejście podobne do korekty o amortyzację ekonomiczną w kalkulacji EVA, jest jednak pewna różnica. O ile amortyzacja ekonomiczna proponowana w kalkulacji EVA wyliczana jest w wartościach nominalnych, o tyle podejście CVA_{FWC} posługuje się wartościami realnymi. W konsekwencji, o ile wysoka inflacja może wpłynąć na wielkości leżące u podstaw decyzji w oparciu o EVA skorygowaną o amortyzację ekonomiczną, o tyle wysokość inflacji nie wpłynie na słuszność decyzji podejmowanych w oparciu o CVA_{FWC} , ponieważ OCFD w wartościach realnych jest równe dla każdego okresu i zmienia się z okresu na okres właśnie o wielkość inflacji. Pogląd taki głosi F. Weissenrieder, czyniąc tę kwestię jedną z dwóch podstawowych, obok właściwego traktowania inwestycji niestrategicznych, przewag CVA_{FWC} nad EVA z wszystkimi proponowanymi przez Stern Stewart korektami. Por. F. Weissenrieder, op. cit., s. 25-33; G.B. Stewart, Accounting..., wyd. cyt., s. 26-28.

⁹⁶ Por. E. Ottosson, F. Weissenrieder, op. cit., s. 10.

finansowych, co stanowić może znaczne utrudnienie we wprowadzeniu tej miary na wszystkich poziomach organizacyjnych przedsiębiorstwa.

Oba wymienione zarzuty są szczególnie istotne dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, z reguły małych i średnich, nie dysponujących wielkimi budżetami szkoleniowymi, gdzie poszczególni pracownicy niekiedy łączą wiele funkcji w jednej osobie, a czynności ewidencyjne nierzadko ogranicza się do tych wymaganych przepisami prawa.

W kontekście poziomu skomplikowania miernika wskazać należy na specyficzne, bo kwotowe ujęcie kosztu kapitału. Według tej koncepcji OCFD, będący kwotą opłaty za kapitał przypadającą na dany okres, metodycznie jest dość skomplikowany, ale jego wykorzystanie może mieć pewne zalety, także w kontekście prostoty w zrozumieniu i stosowaniu. Kwotowy koszt kapitału dla kierownika, który zarządza daną inwestycją strategiczną stanowi informację o tym, jaką kwotę operacyjnego przepływu pieniężnego musi wypracować, aby spełnić oczekiwania dawców kapitału⁹⁷. Może to być zatem koncepcja praktyczna i przydatna w planowaniu operacyjnym, tworzeniu planów sprzedaży itd.

W kontekście **czwartego z analizowanych kryteriów** za zaletę należy uznać fakt, że gotówkowa wartość dodana jest wewnętrzną miarą adresowaną do decydentów w przedsiębiorstwie. Koncentruje się zatem na zrealizowaniu jednej głównej funkcji, którą jest wspomaganie decyzji menedżerskich. Wadą z perspektywy celu rozprawy jest jednak to, że podejmowane na podstawie CVA_{FWC} decyzje ukierunkowane są na zwiększanie wartości przedsiębiorstwa, a nie wytworzonej wartości dla właścicieli.

4.3.6. Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli

Konstrukcję ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli (ang. SEVA – shareholder economic value added)⁹⁸ wywodzi się od ustalenia, że tworzenie wartości przedsiębiorstwa nie jest tożsame z tworzeniem wartości dla właścicieli. Rozróżnienie to kładzie nacisk na trzeci etap w procesie tworzenia wartości dla właścicieli, czyli przekazania wartości właścicielom. SEVA jest pierwszym spośród analizowanych miernikiem wytworzonej wartości dla właścicieli, jednak przeznaczonym dla spółek giełdowych.

⁹⁷ Rachunek jest dość czytelny – jeśli np. w ciągu trzech kwartałów danego roku inwestycja wygenerowała OCF równy OCFD przypisanemu do całego roku, to kierownik wie, że od tego momentu generuje już gotówkową wartość dodaną, tzn. powiększa wartość przedsiębiorstwa.

⁹⁸ M. Michalski przedstawił ten miernik w artykule: Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli, op. cit., s. 69-87, a następnie zamieścił w książce swojego autorstwa: Zarządzanie..., wyd. cyt., s. 110. Analogiczną miarę zaproponował P. Fernandez nazywając ją wykreowaną wartością dla akcjonariuszy (ang. CSV – created shareholder value). Por. P. Fernandez, Definition..., wyd. cyt.; P. Fernandez, L. Reinoso, Shareholder value creators..., wyd. cyt., s. 2; G. Mikołajewicz, J. Nowicki, op. cit., s. 157.

Miarą korzyści inwestorów z tytułu posiadania akcji jest całkowity zwrot dla akcjonariuszy (ang. TSR – total shareholder return), obliczany według wzoru⁹⁹:

$$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + DPS}{P_{t-1}} = \frac{E_t - E_{t-1} + Div}{E_{t-1}} \quad (4.23)$$

gdzie:

P_t – rynkowa cena akcji na końcu okresu inwestycji,

P_{t-1} – rynkowa cena akcji na początku okresu inwestycji,

DPS – wypłacona w trakcie okresu inwestycji dywidenda na jedną akcję,

E_t – rynkowa wartość kapitału własnego na koniec okresu inwestycji,

E_{t-1} – rynkowa wartość kapitału własnego na początku okresu inwestycji,

Div – wypłacona w trakcie okresu inwestycji dywidenda.

Tak zdefiniowaną stopę zwrotu (TSR)¹⁰⁰ inwestorzy wnoszący kapitał do spółki porównują do minimalnej wymaganej stopy zwrotu (czyli kosztu kapitału własnego), przy czym jest ona określana w odniesieniu do wartości rynkowej kapitału. Wynika z tego, że wartość dodana dla akcjonariuszy powstaje, gdy całkowity zwrot dla akcjonariuszy przewyższa koszt kapitału własnego ($TSR > k_{KW}$).

Z powyższego rozumowania wypływa koncepcja miernika ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli (SEVA)¹⁰¹:

$$SEVA_t = (TSR_t - k_{KW t}) \times E_{t-1} \quad (4.24)$$

gdzie:

TSR_t – jak we wzorze (4.23),

$k_{KW t}$ – koszt kapitału własnego w okresie t,

E_{t-1} – rynkowa wartość kapitału własnego na początku okresu t.

Należy wskazać na następujące cechy szczególne miernika SEVA¹⁰²:

⁹⁹ TSR definiować można też jako wielkość bezwzględna. M. Michalski jako TSR oznacza korzyści wszystkich akcjonariuszy w ujęciu bezwzględnym, a zatem licznik z wzoru (4.23) przemnożony przez liczbę akcji. Natomiast zależność wyrażoną wzorem (4.23) nazywa on stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału dla właścicieli (ang. ROSIC – return on shareholder invested capital). P. Fernandez licznik wzoru (4.23) określa terminem wartości dodanej dla akcjonariusza (ang. shareholder value added), natomiast wskaźnik opisany wzorem (4.23) określony jest przez niego jako zwrot dla akcjonariuszy (ang. shareholder return). Częściej spotykane jest definiowanie TSR jako stopy zwrotu z akcji, czyli korzyści inwestora w ujęciu względnym, tak jak we wzorze (4.23). Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 110; R.W. Mills, op. cit., s. 19; A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, op. cit., s. 45; B. Nita, op. cit., s. 134; P. Szczepankowski, op. cit., s. 159; A. Cwynar, W. Cwynar, *Kreowanie...*, wyd. cyt., s. 17.

¹⁰⁰ Licznik wzoru (4.23) bywa definiowany bardziej szczegółowo – do przedstawionych powyżej wielkości ($E_t - E_{t-1} + Div$) dodaje się inne płatności do akcjonariuszy (np. wykup akcji w celu umorzenia) oraz odejmuje wpłaty do spółki z tytułu zwiększenia kapitału własnego i konwersje papierów dłużnych na akcje przedsiębiorstwa. Por. P. Fernandez, *Definition...*, wyd. cyt.; P. Fernandez, L. Reinoso, op. cit., s. 2.

¹⁰¹ Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 111.

- obejmuje on wszystkie dochody realizowane przez inwestorów wnoszących kapitał własny;

- porównanie dwóch stóp zwrotu – realizowanej i oczekiwanej – w odniesieniu do rynkowej wartości kapitału własnego, powiela mechanizm kalkulacji i ocen dokonywanych przez inwestorów na rynku kapitałowym;

- stosowalny do oceny poszczególnych okresów, nie ignoruje jednocześnie implikacji długookresowych (nie jest możliwe osiągnięcie atrakcyjnego poziomu wskaźnika dla pojedynczego okresu ze szkodą dla perspektyw długoterminowych).

Powyższe cechy wyznaczają zakres zastosowania wskaźnika SEVA jako¹⁰³:

- miary odzwierciedlającej rzeczywiście wykreowaną wartość dla właścicieli zarówno w ujęciu ex post, jak i ex ante,

- kryterium oceny prognozowanych wyników ekonomicznych przedsiębiorstwa i atrakcyjności alternatywnych strategii rozwojowych,

- parametru, w zakresie którego można wyznaczać cele strategiczne i z którym wiązać można system motywacyjny w przedsiębiorstwie.

Wymienić należy także ograniczenia miernika SEVA¹⁰⁴:

- ze względu na komponenty niezbędne do obliczenia użyteczny jest jedynie dla spółek giełdowych;

- jest wiarygodny jedynie na efektywnym rynku kapitałowym (wyceniającym prawidłowo spółkę);

- powinien być stosowany w przeliczeniu na jedną akcję (z uwzględnieniem korekt o ewentualne podziały akcji, jakie nastąpiły w badanym okresie).

Przytoczona charakterystyka ekonomicznej wartości dodanej dla właścicieli umożliwia **analizę jej przydatności dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.**

SEVA wypełnia **pierwsze z wymagań** stawianych poszukiwanemu miernikowi, ponieważ mierzy wartość wytworzoną dla właścicieli, koncentrując się na faktycznych i potencjalnych przepływach pieniężnych ze spółki do akcjonariuszy.

W kontekście analizy niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli największe znaczenie ma **niemożność zastosowania miernika SEVA do przedsiębiorstw niegiełdowych**¹⁰⁵. W konsekwencji miara ta nie bierze pod uwagę

¹⁰² Por. tamże, s. 112.

¹⁰³ Różne możliwe zastosowania SEVA czynią go miernikiem wielofunkcyjnym.

¹⁰⁴ Por. tamże, s. 113.

¹⁰⁵ Trafniejszą w języku polskim byłaby nazwa będąca dokładnym tłumaczeniem wersji angielskiej, czyli „ekonomiczna wartość dodana dla akcjonariuszy”, ponieważ SEVA użyteczna jest jedynie dla spółek giełdowych, których właścicielami są akcjonariusze. W wersji polskiej nazwa rozszerza, lecz jedynie w wersji językowej, miarę na „właścicieli”, choć może być stosowana jedynie do „akcjonariuszy”, i to tylko spółek akcyjnych notowanych na giełdzie. Oczywiście każdy akcjonariusz jest także właścicielem, lecz już nie każdy właściciel jest akcjonariuszem.

specyfiki nie giełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, a zatem nie spełnia **drugiego z kryteriów** doboru właściwego miernika.

W odniesieniu do **trzeciego kryterium** stwierdzić trzeba, że obliczenie SEVA poza oszacowaniem kosztu kapitału własnego nie jest procesem skomplikowanym. W szczególności SEVA nie jest obliczana w oparciu o dane księgowe przedsiębiorstwa, tylko w oparciu o dane rynkowe, nie wymaga zatem żadnych korekt wielkości księgowych. W konsekwencji jest miarą łatwą do zrozumienia.

Ponadto miernik SEVA częściowo spełnia **czwarte z kryteriów**, ponieważ koncentruje się na pomiarze wytworzonej wartości dla właścicieli. Jednak możliwości wykorzystania takiej informacji są znaczne, co czyni SEVA miernikiem o wspomnianym wcześniej szerokim zakresie zastosowania.

4.4. Szacunkowy dochód nadwyżkowy

4.4.1. Uwagi ogólne

Miary wartości kreowanej, które poddano analizie w niniejszym rozdziale nie spełniają w wystarczającym stopniu kryteriów, jakie postawiono przed poszukiwanym miernikiem wartości dla właścicieli nie giełdowego przedsiębiorstwa przez nich zarządzanego. Największe znaczenie ma fakt, że większość z tych mierników to miary zmiany wartości przedsiębiorstwa. Natomiast jedyny miernik wartości dla właścicieli – SEVA – może być stosowany wyłącznie w odniesieniu do spółek giełdowych.

Konkluzje te są punktem wyjścia dla autorskiej propozycji miernika wytworzonej wartości dla właścicieli, który mógłby być stosowany w nie giełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Jego konstrukcja nawiązuje do zasady, zgodnie z którą wartość powstaje, jeśli zwrot uzyskany przewyższa zwrot wymagany. Do tej zasady odwołuje się wiele mierników wartości kreowanej, w tym miernik wartości dla właścicieli, jakim jest SEVA.

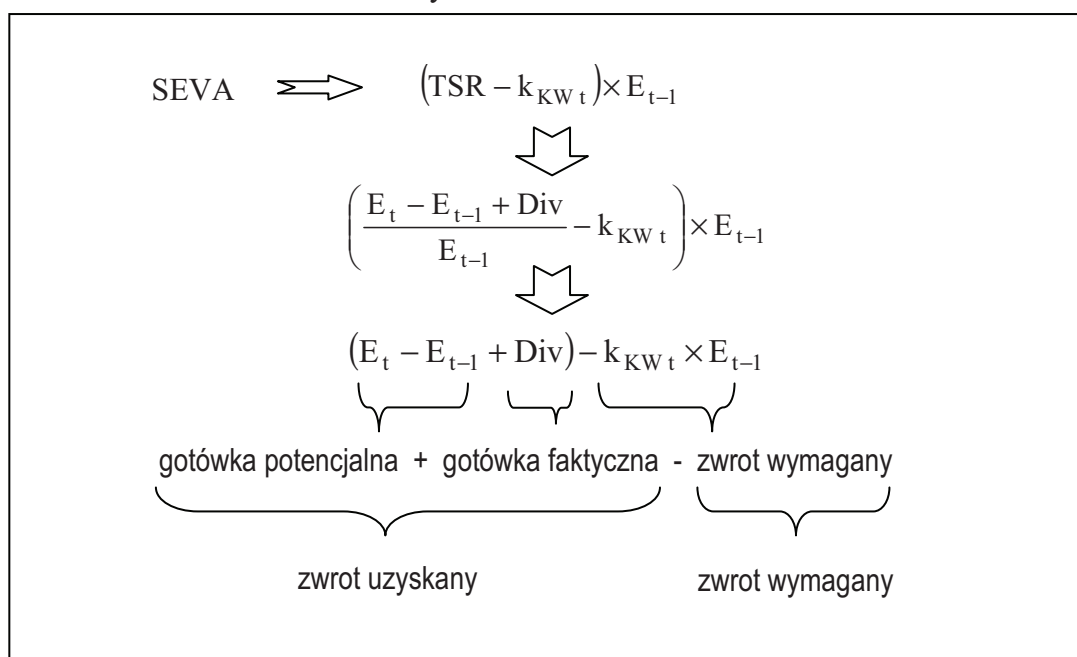
Schemat ideowy miernika wartości dla właścicieli przedstawiono na rysunku 4.5.

W nie giełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli trzecia faza procesu tworzenia wartości, czyli przekazanie wartości właścicielom różni się zazwyczaj od tej w spółce giełdowej, jest jednak równie kluczowa. Ta faza decyduje bowiem o zwrocie uzyskanym przez właścicieli.

Spojrzenie przez pryzmat przepływów pieniężnych na sposoby przekazywania wartości właścicielom w nie giełdowych przedsiębiorstwach przez nich zarządzanych¹⁰⁶ pozwala zidentyfikować dwa rodzaje przepływów pieniężnych – faktyczny oraz potencjalny:

¹⁰⁶ W rozdziale drugim wyszczególniono i omówiono trzy sposoby przekazywania wartości właścicielom w nie giełdowych przedsiębiorstwach przez nich zarządzanych, tj. wypłaty dywidendy albo innego rodzaju wypłaty z zysku, wzrost wartości rynkowej kapitału własnego podmiotu oraz specyficzny dla tego rodzaju przedsiębiorstw – transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych (przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom).

Schemat ideowy miernika wartości dla właścicieli



Źródło: opracowanie własne.

- wypłaty dywidendy albo innego rodzaju wypłaty z zysku oraz transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych stanowią **faktyczny przepływ pieniężny**;
- wzrost wartości rynkowej kapitału własnego jest dla właścicieli **potencjalnym przepływem pieniężnym**¹⁰⁷.

W przypadku przedsiębiorstw niegiełdowych trudność w budowie poszukiwanego miernika wartości dla właścicieli dotyczy uwzględnienia potencjalnego przepływu pieniężnego. Szybkie oszacowanie wzrostu wartości rynkowej kapitału własnego (potencjalnego przepływu pieniężnego dla właścicieli) nie jest możliwe, ponieważ kapitał własny tych przedsiębiorstw nie jest wyceniany na rynku kapitałowym¹⁰⁸. Notowania giełdowe stanowią jednak jedynie oszacowanie wartości akcji spółek giełdowych¹⁰⁹. Dlatego w przypadku przedsiębiorstw niegiełdowych należy je zastąpić innym oszacowaniem wartości.

W budowie miernika tworzenia wartości przez przedsiębiorstwa niegiełdowe zdecydowano się na wykorzystanie wyceny metodą mnożnikową. Jako argumenty przemawiające za takim rozwiązaniem wskazać należy:

¹⁰⁷ Tak jak w spółkach giełdowych realizacja zysku kapitałowego jest równoznaczna z wyzyciem się własności podmiotu, w przypadku przedsiębiorstw niegiełdowych wzrost jego wartości jest tak długo potencjalnym przepływem pieniężnym, jak długo właściciel pozostaje właścicielem. Uczynienie tego potencjalnego przepływu pieniężnego przepływem faktycznym jest równoznaczne z wyzyciem się własności przedsiębiorstwa.

¹⁰⁸ Dla spółki giełdowej wielkości te są dostępne w dowolnym momencie.

¹⁰⁹ Na różnice pomiędzy poszczególnymi rodzajami wartości wskazano w rozdziale drugim.

- fakt, iż wycena mnożnikowa bazuje na notowaniach giełdowych spółek podobnych do analizowanej firmy – jest to zatem pośrednie wykorzystanie notowań giełdowych;

- szybkość i prostotę metody mnożnikowej – najwięcej czasu zabiera zbudowanie grupy odniesienia składającej się z przedsiębiorstw podobnych do analizowanego oraz wybór mnożnika (lub kilku mnożników); po pokonaniu tego etapu wycena mnożnikowa może być dokonana niemal mechanicznie.

W proponowanym podejściu wskutek braku notowań dla przedsiębiorstw niegiełdowych, **wycena mnożnikowa** potraktowana została jako **substytut wartości rynkowej kapitału własnego**.

4.4.2. Charakterystyka szacunkowego dochodu nadwyżkowego

Przedstawiona poniżej koncepcja **szacunkowego dochodu nadwyżkowego** (SDN)¹¹⁰ stanowi autorską propozycję mierzenia wyniku tworzenia wartości dla właścicieli w danym okresie w przedsiębiorstwach niegiełdowych, w których funkcje zarządcze i właścicielskie skupione są w jednym ręku:

$$SDN = (V_t - V_{t-1}) + (CF^+ - CF^-) - k_{KW} \times V_{t-1} \quad (4.25)$$

gdzie:

V_t – wynik wyceny metodą mnożnikową w momencie t ;

V_{t-1} – wynik wyceny metodą mnożnikową w momencie $t-1$;

CF^+ – przepływy pieniężne z przedsiębiorstwa do właścicieli w badanym okresie;

CF^- – przepływy pieniężne od właścicieli do przedsiębiorstwa w badanym okresie;

k_{KW} – koszt kapitału własnego.

Szacunkowy dochód nadwyżkowy jest różnicą pomiędzy zwrotem uzyskanym przez właścicieli przedsiębiorstwa a minimalnym zwrotem przez nich wymaganym (kosztem kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo). Zwrot uzyskany przez właścicieli składa się z dwóch komponentów: faktycznego przepływu pieniężnego (jest to różnica $CF^+ - CF^-$) oraz potencjalnego przepływu pieniężnego (jest to różnica $V_t - V_{t-1}$).

Oszacowana różnica pomiędzy wyceną mnożnikową na końcu i na początku analizowanego okresu ($V_t - V_{t-1}$) odzwierciedla przyrost wartości kapitału własnego badanego przedsiębiorstwa w analizowanym okresie. Jest to zarazem zysk kapitałowy, jaki zrealizowaliby właściciele w analizowanym okresie, gdyby dokonali

¹¹⁰ Nazwa nawiązuje do dochodu nadwyżkowego (ang. excess return) – uogólnionego miernika podobnego do SEVA, który może być stosowany tylko do spółek giełdowych. Por. S.D. Young, S.F. O’Byrne, op. cit., s. 28-43; A. Gabryś, Zarządzanie wartością spółki w kontekście teorii chaosu, w: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2006, s. 214.

sprzedaży przedsiębiorstwa na końcu tego okresu¹¹¹. Jest to przepływ potencjalny, ponieważ w przypadku okresowej oceny przedsiębiorstw nie giełdowych będących własnością i zarządzanych cały czas przez tych samych właścicieli, transakcja sprzedaży nie jest dokonywana – wycena mnożnikowa jest w tym miejscu szacunkiem wartości, po której taka transakcja mogłaby być dokonana.

Należy ponadto zaznaczyć, że przepływ faktyczny (różnica $CF^+ - CF^-$) uwzględnia:

- wypłaty dywidendy albo innego rodzaju wypłaty z zysku (w ramach CF^+);
- transfer gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli za pośrednictwem pozycji kosztowych (przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom – w ramach CF^+);
- ewentualne przepływy pieniężne od właścicieli do przedsiębiorstwa (CF^-).

Potencjalny przepływ pieniężny oraz faktyczny przepływ pieniężny stanowią zwrot uzyskany przez właścicieli przedsiębiorstwa. Szacunkowy dochód nadwyżkowy jest różnicą między zwrotem uzyskanym a zwrotem wymaganym przez właścicieli. Warto zwrócić uwagę, że procentowo wyrażony koszt kapitału własnego (k_{KW}), który odzwierciedla oczekiwania właścicieli co do wymaganej przez nich stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo, odnoszony jest do wartości kapitału własnego na początku analizowanego okresu oszacowanej metodą mnożnikową (V_{t-1}). Takie podejście powiela mechanizm kalkulacji inwestora, który oczekując określonej stopy zwrotu, wymagania swoje odnosi do wartości kapitału własnego na początku analizowanego przez niego okresu. Wydaje się, że podobny mechanizm kalkulacji powinien być udziałem właścicieli przedsiębiorstw nie giełdowych. Zilustrować to można następującym przykładem.

Właściciel zainwestował przed czterema laty 500 tys. zł w przedsiębiorstwo X, które prowadzi. Obecna wycena kapitału własnego tego biznesu (bazująca na kilku metodach, w tym metodach porównawczych) wskazuje, że jego obecna wartość nie przekracza 200 tys. zł. Obecna wartość kapitału własnego, czyli 200 tys. zł, powinna być bazą odniesienia dla kalkulacji oczekiwanych zwrotów. Zrozumienie tej konieczności ułatwić powinna analiza sytuacji opartej na następujących założeniach:

- *właściciel znalazł kupującego, który skłonny jest zapłacić za własność przedsiębiorstwa 200 tys. zł w momencie t (V_t);*
- *dotychczasowy właściciel oraz kupujący oczekują takiego samego zwrotu z kapitału równego 10% (k_{KW});*
- *kwota, która w najbliższym roku zostanie wypracowana i przekazana właścicielom z biznesu X wynosi 30 tys. zł;*
- *wartość tego biznesu aż do momentu $t+1$, nie licząc kwoty przekazanej właścicielom, się nie zmieni ($V_t = V_{t+1}$).*

¹¹¹ Wynik wyceny mnożnikowej obejmuje już dyskonto z tytułu braku płynności przedsiębiorstwa nie giełdowego, jak również ewentualną premię za kontrolę w sytuacji uzasadniającej jej zastosowanie.

Gdyby właściciel przewidywaną faktyczną stopę zwrotu w najbliższym roku kalkulował w odniesieniu nie do obecnej wartości przedsiębiorstwa, tylko do zainwestowanego przed czterema laty kapitału, to otrzymałby wynik równy 6% (30 tys. zł / 500 tys. zł). Wynik ten mógłby go skłonić do sprzedaży firmy, ponieważ byłby niższy od wymaganej przez niego stopy zwrotu (kosztu kapitału własnego) równej 10%. Jeśli doszłoby do sprzedaży firmy X za 200 tys. zł, to z zainwestowanego kapitału kupujący zrealizowałby w najbliższym roku stopę zwrotu równą 15% (30 tys. zł kwoty przekazanej właścicielom w odniesieniu do 200 tys. zł inwestycji kupującego w firmę X). Stopa ta przewyższa wymaganą stopę zwrotu (k_{KW}) równą 10%. Oznacza to zatem, że kapitał zainwestowany przez kupującego w firmę X wytworzyłby przez jeden rok dodatkową wartość równą 10 tys. zł (5% nadwyżkowej stopy zwrotu z 200 tys. zł), a wartość kapitału kupującego w momencie $t+1$ wynosiłaby 230 tys. zł. Jednocześnie gdyby sprzedający zainwestował środki uzyskane ze sprzedaży firmy X w ten sposób, że uzyskałby wymaganą przez siebie stopę zwrotu, to w momencie $t+1$ wartość tego kapitału wynosiłaby 220 tys. zł. Natomiast gdyby nie sprzedał firmy X, to wartość jego kapitału wynosiłaby 230 tys. zł. Dlatego też kalkulowanie oczekiwanego zwrotu w odniesieniu do historycznych wartości zainwestowanego kapitału jest błędem. Gdyby bowiem właściciel od samego początku odniósł przewidywany faktyczny zwrot w kwocie 30 tys. zł do bieżącej wartości przedsiębiorstwa równej 200 tys. zł, to otrzymałby stopę zwrotu równą 15% i nie podjąłby błędnej decyzji o sprzedaży przedsiębiorstwa X.

Podkreślić zatem należy, że szacunkowy dochód nadwyżkowy prawidłowo odnosi oczekiwany zwrot do szacunku wartości kapitału własnego analizowanej firmy. Ponadto obejmuje on wszystkie dochody realizowane przez właścicieli przedsiębiorstwa przez nich zarządzanego. Poza tym jest on stosowalny do oceny przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach, jednak nie ignoruje jednocześnie implikacji długookresowych. Cecha ta wynika z ujęcia w formule szacunkowego dochodu nadwyżkowego nie tylko faktycznego przepływu pieniężnego z przedsiębiorstwa do właścicieli, ale także przepływu potencjalnego. Przyjąć można, że ewentualne działania zmierzające do zwiększenia przepływu faktycznego w sposób, który naruszyłby długoterminową zdolność przedsiębiorstwa do konkurencyjności, odbiłyby się negatywnie na wielkości potencjalnego przepływu pieniężnego. Oznacza to, że nie można osiągnąć atrakcyjnego poziomu szacunkowego dochodu nadwyżkowego dla pojedynczego okresu, prowadząc działania szkodliwe dla perspektyw długoterminowych¹¹².

Analiza szacunkowego dochodu nadwyżkowego, biorąca pod uwagę kryteria wyboru właściwego miernika prowadzi do wniosku, że jest to miara, która wypełnia je w największym stopniu spośród analizowanych mierników. Po pierwsze mierzy

¹¹² Przy założeniu, że poprzez odpowiedni dobór przedsiębiorstw do grupy odniesienia oraz mnożników do średniej ważonej decydującej o wycenie mnożnikowej uda się uzyskać taką miarę wartości, która odzwierciedli długoterminową zdolność podmiotu do konkurencyjności i jego perspektywy rozwojowe.

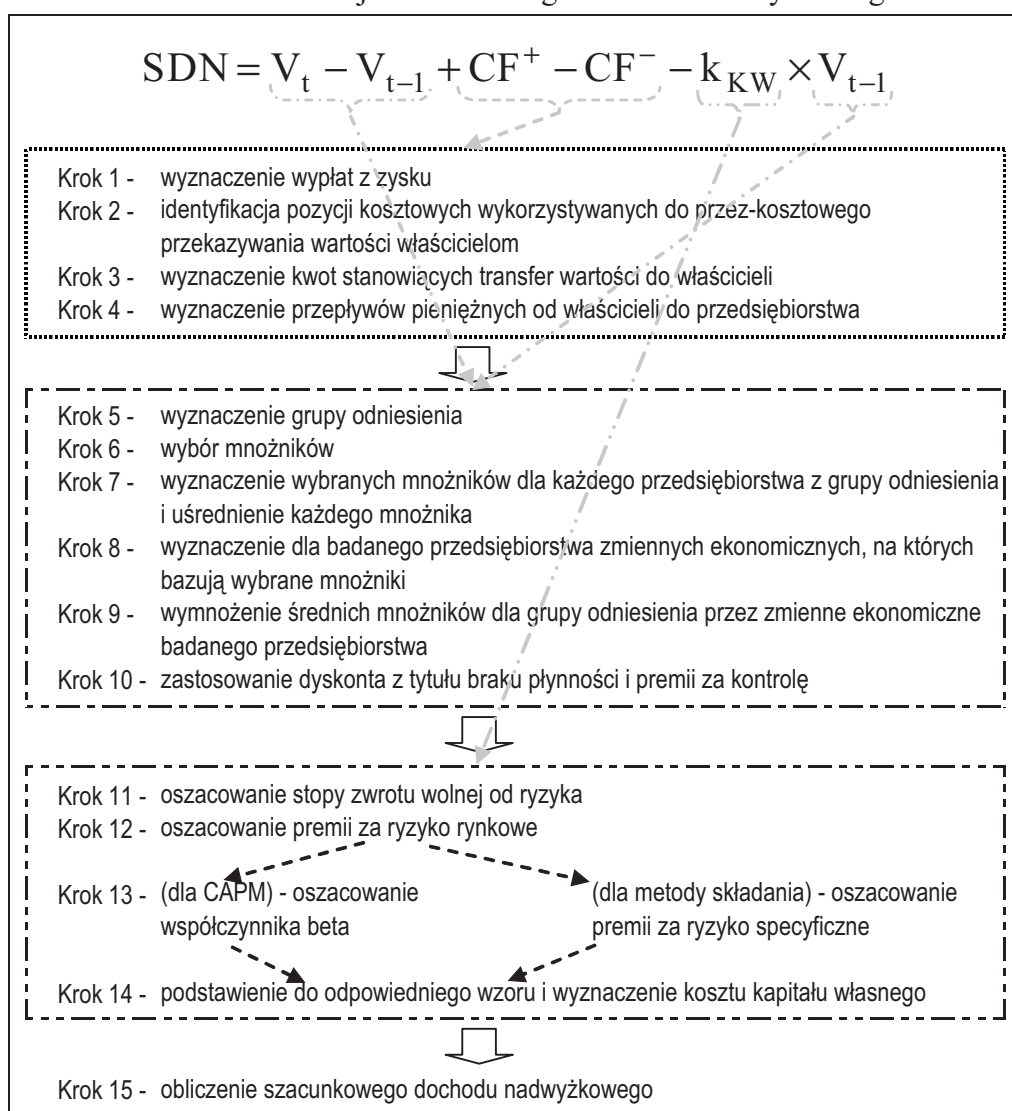
wytworzoną wartość dla właścicieli. Po drugie uwzględnia finansową specyfikę niegieldowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, czyli przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom. Po trzecie jest miarą względnie prostą, łatwą do zrozumienia. Po czwarte jest to miernik wewnętrzny koncentrujący się na pomiarze wytworzonej wartości dla właścicieli w danym okresie. Spełniać może także inne zadania w kwestiach związanych z pomiarem wartości dla właścicieli, jednak jest adresowany do właścicieli i to jest jego główna funkcja.

4.4.3. Procedura obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego

Procedurę obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego w niegieldowym przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli w sposób schematyczny przedstawiono na poniższym rysunku.

Rysunek 4.6

Schemat kalkulacji szacunkowego dochodu nadwyżkowego



Źródło: opracowanie własne.

Procedura obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego w niegieldowym przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli obejmuje 15 kroków, które pogrupować można w cztery etapy:

- wyznaczenie CF^+ i CF^- – obejmuje kroki od 1 do 4;
- wyznaczenie V_t i V_{t-1} – obejmuje kroki od 5 do 10;
- wyznaczenie kosztu kapitału własnego – obejmuje kroki od 11 do 14;
- podstawienie oszacowanych wielkości do wzoru na szacunkowy dochód nadwyżkowy – obejmuje krok 15.

Etap I – wyznaczenie CF^+ i CF^-

Krok 1

W systemie finansowo-księgowym przedsiębiorstwa wskazać należy kwoty wypłacone w badanym okresie właścicielom z tytułu dywidendy (sp. z o.o. i S.A.) lub udziału w zysku (inne formy prawne działalności podmiotu)¹¹³.

Krok 2

W drugim kroku należy zidentyfikować pozycje kosztowe wykorzystywane do przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom. Informacje na ten temat należy uzyskać od właścicieli oraz służb finansowo-księgowych przedsiębiorstwa. Sposoby przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom i powiązane z nimi pozycje kosztowe to m.in.¹¹⁴:

- *wynagrodzenia wypłacane właścicielom i członkom ich rodzin – kwoty wypłacane z tego tytułu ustalić należy w oparciu o zapisy kont analitycznych kosztów wynagrodzeń, a jeśli takie konta analityczne nie są prowadzone, to należy dokonać przeglądu dokumentacji w tym zakresie (np. list płac, umów zlecenia i o dzieło itp.);*
- *przenoszenie osobistych kosztów utrzymania na przedsiębiorstwo – dotyczyć może kosztów samochodu, telefonu, internetu, energii (w przypadku powiązania siedziby przedsiębiorstwa z miejscem zamieszkania właścicieli), materiałów (np. biurowych) itd. zużywanych przez właścicieli i członków ich rodzin¹¹⁵; kwoty kosztów związanych z właścicielami należy ustalić w oparciu o zapisy kont analitycznych odpowiednich kosztów w układzie funkcjonalno-kalkulacyjnym, a jeśli nie jest prowadzony, to z kont analitycznych wielu grup kosztów rodzajowych (zużycie materiałów i energii, usługi obce¹¹⁶); natomiast jeśli*

¹¹³ Kwestie te omówiono w rozdziale drugim.

¹¹⁴ Jest to lista otwarta. Wymieniono tylko często spotykane przykłady, lecz do przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom wykorzystać można także inne pozycje kosztowe.

¹¹⁵ Chodzi o koszty, które przez pracownika najemnego (czerpiącego dochody np. tylko ze stosunku pracy) ponoszone są z dochodu rozporządzalnego i związane są ze zwykłym funkcjonowaniem jego i jego rodziny, a przez właściciela przedsiębiorstwa (np. osobę fizyczną prowadzącą działalność gospodarczą) ujmowane są w kosztach przedsiębiorstwa. Omówiono je w rozdziale drugim.

¹¹⁶ Przykładowo koszty związane z samochodem używanym przez właściciela, jeśli układ funkcjonalno-kalkulacyjny kosztów nie jest prowadzony, mogą być zaewidencjonowane w

takie konta analityczne nie są prowadzone, to należy dokonać przeglądu dokumentacji w tym zakresie (np. faktury, ewidencje pojazdów itp.);

- transakcje pomiędzy podmiotami powiązаныmi – kwoty kosztów w transakcjach z podmiotami zwanymi z właścicielami należy ustalić w oparciu o zapisy kont analitycznych odpowiednich kosztów rodzajowych (głównie usług obcych¹¹⁷); natomiast jeśli takie konta analityczne nie są prowadzone, to należy dokonać przeglądu dokumentacji w tym zakresie (np. faktury itp.).

Jeśli w poszczególnych kategoriach kosztowych wspomniane wyżej konta analityczne przyporządkowane do właścicieli i członków ich rodzin nie funkcjonują, to dla ułatwienia obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego w przyszłości, należy takie konta analityczne wprowadzić.

Efektom prac w kroku 2 powinno być określenie kwot tych kosztów, których beneficjentami są właściciele.

Krok 3

Kwoty wyznaczone w kroku 2 należy podzielić na dwie części:

- koszty faktyczne, których wysokość jest uzasadniona realizacją czynności niezbędnych do funkcjonowania przedsiębiorstwa;
- pozostałą część, której wysokości nie można uzasadnić wykonywaną pracą – stanowi ona kwotę transferu wartości do właścicieli.

Wyznaczając kwoty wykorzystywane do przez-kosztowego transferu wartości do właścicieli, posłużyć się zatem należy kategorią kosztu alternatywnego. Zgodnie z powyższym rozróżnieniem za przez-kosztowe przekazywanie wartości uznać można różnicę pomiędzy kwotami wyznaczonymi w kroku 2 a taką ich wysokością, którą przybrałyby, gdyby ich beneficjentami były podmioty niepowiązane z właścicielami.

układzie rodzajowym w kosztach zużycia materiałów i energii (koszty paliwa, materiałów eksploatacyjnych), usług obcych (przeglądy, naprawy), pozostałych kosztach rodzajowych (ubezpieczenie samochodu). Dodatkowo uwzględnić należy koszty finansowania takiego samochodu, np. opłat leasingowych, które mogą być wykazywane w usługach obcych lub kosztach finansowych. Analizę upraszcza korzystanie przez przedsiębiorstwo z usług firm flotowych, ponieważ wtedy wyznaczenie kosztów samochodu używanego przez właściciela sprowadza się do zidentyfikowania wielkości przypisanych do tego samochodu kosztów usług obcych (opłaty dla firmy flotowej) i zużycia paliwa w kosztach zużycia materiałów i energii (jeśli nie jest rozliczane w ramach opłat dla firmy flotowej).

Koszty telefonów i dostępu do sieci, których beneficjentami są właściciele i członkowie ich rodzin należy ustalić w oparciu o zapisy kont analitycznych usług obcych, a energii elektrycznej, ciepłej i wody oraz materiałów biurowych i innych – w oparciu o zapisy kont analitycznych zużycia materiałów i energii.

Samochody i telefony przypisane powinny być do konkretnych osób, a jeśli takie przypisanie nie jest możliwe (samochód lub telefon jest używany przez kilka osób) do przyporządkowania kosztów do poszczególnych osób użyć można odpowiednich kluczy podziałowych (np. według liczby przejechanych kilometrów na podstawie ewidencji pojazdu). Zauważyć jednak należy, że jeśli samochód czy telefon jest współużytkowany przez kilka osób, to z reguły nie jest wykorzystywany do przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

¹¹⁷ Choć zależy to od schematów księgowania stosowanych w podmiocie.

Krok 4

Należy zidentyfikować wszystkie przepływy pieniężne od właścicieli do przedsiębiorstwa (CF), które nastąpiły w badanym okresie. Przykładowo wpłaty na powiększenie kapitału własnego odczytać można ze sprawozdania finansowego (zestawienie zmian w kapitale własnym lub informacji dodatkowej), a w przypadku braku takiej informacji – z systemu finansowo-księgowego lub dokumentacji w tym zakresie.

Etap II – wyznaczenie V_t i V_{t-1}

Elementem składowym formuły obliczeniowej szacunkowego dochodu nadwyżkowego jest wynik wyceny metodą mnożnikową, przy czym wyceny tej dokonać należy dwukrotnie, tj. dla danych z początku, jak i z końca badanego okresu¹¹⁸.

Krok 5

Należy wyznaczyć grupę odniesienia, która powinna się składać ze spółek giełdowych podobnych do analizowanego przedsiębiorstwa¹¹⁹, tj. działających w tym samym sektorze, poddawanych podobnym siłom rynkowym¹²⁰. Bardziej szczegółowe podobieństwo dotyczyć może m.in. produktów i odbiorców, rozmiarów działalności, stosowanej technologii, charakteru konkurencji, osiąganych wyników, w tym wskaźników płynności, efektywności, zadłużenia, rentowności, wieku, charakteru, rodzaju aktywów, struktury organizacyjnej, doświadczenia pracowników, stosowanych metod rachunkowości, ryzyka i stopy dywidendy¹²¹.

Krok 6

Należy wybrać mnożniki, które posłużą do wyceny. Każdy mnożnik jest relacją wartości do zmiennej ekonomicznej będącej podstawą wyceny:

¹¹⁸ Dotyczy to incydentalnego obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego, jak również przy ciągłym wykorzystywaniu tego miernika – obliczenia go po raz pierwszy. W kolejnych okresach jeśli grupa odniesienia oraz wybór mnożników nie wymaga modyfikacji, czynności opisane w etapie II należy wykonywać tylko jeden raz, a jako V_{t-1} wykorzystywać wynik wyceny mnożnikowej z końca poprzedniego okresu badawczego.

¹¹⁹ Definiowanie grupy odniesienia przebiega analogicznie do szukania przedsiębiorstw podobnych w procesie szacowania współczynnika beta za pomocą równania R.S. Hamady.

¹²⁰ A. Damodaran twierdzi nawet, że porównywalną do wycenianej może być każda firma, która jest do niej podobna pod względem przepływów pieniężnych, potencjału wzrostu oraz ryzyka i to niezależnie od tego, w jakiej branży działa. Natomiast poszukując przedsiębiorstw porównywalnych w danej branży czyni się domyślne założenie, że firmy te charakteryzują się podobnymi przepływami pieniężnymi, potencjałem wzrostu oraz ryzykiem. Por. A. Damodaran, Relative Valuation, working paper, Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 10.03.2005), s. 15.

¹²¹ Różne szczegółowe metody pomocne w tworzeniu grupy odniesienia omówiono w: A. Damodaran, Relative..., wyd. cyt., s. 15-21.

W poszukiwaniu przedsiębiorstw podobnych nie należy ograniczać się do rynku lokalnego. Można zatem przeanalizować podobieństwo wycenianej firmy do przedsiębiorstw z innych krajów, o ile wymienione powyżej charakterystyki uzasadniają takie porównania. Ma to szczególnie sens, kiedy wyceniane przedsiębiorstwo działa w branży reprezentowanej na lokalnym rynku przez nieliczne podmioty. Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 261.

$$M = \frac{W}{ZE} \quad (4.26)$$

gdzie:

M – mnożnik wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego,

W – wartość przedsiębiorstwa lub kapitału własnego,

ZE – zmienna ekonomiczna będąca podstawą wyceny.

Dla obliczania szacunkowego dochodu nadwyżkowego proponuje się wycenę mnożnikową będącą średnią ważoną oszacowań wartości na podstawie kilku mnożników z różnych grup, zarówno jeśli chodzi o podział ze względu na licznik, jak i na mianownik mnożnika.

Wśród mnożników wykorzystywanych do wyceny konkretnego przedsiębiorstwa powinny znaleźć się zatem zarówno mnożniki kapitału własnego i mnożniki wartości przedsiębiorstwa¹²², jak i mnożniki z różnych grup wyróżnionych na podstawie kryterium mianownika¹²³:

- *mnożniki zysku (ang. earnings multiples);*
- *mnożniki przepływów pieniężnych;*
- *mnożniki wartości księgowej albo wartości odtworzeniowej (ang. book value or replacement value multiples);*
- *mnożniki przychodów (ang. revenue multiples);*
- *mnożniki specyficzne dla firm z danej branży (ang. sector-specific multiples)¹²⁴;*
- *mnożniki złożone¹²⁵.*

Wśród mnożników kapitału własnego wykorzystać można m.in.¹²⁶:

¹²² Mnożniki kapitału własnego (ang. equity multiples) w liczniku wykorzystują wartość kapitału własnego (globalnie lub w przeliczeniu na jedną akcję), a wynikiem wyceny przy pomocy tych mnożników jest wartość kapitału własnego wycenianego przedsiębiorstwa. Mnożniki wartości przedsiębiorstwa (ang. enterprise value multiples) – w liczniku wykorzystują wartość przedsiębiorstwa (sumę kapitału własnego i kapitału obcego) w ujęciu globalnym. Wynikiem wyceny przy pomocy tych mnożników jest wartość przedsiębiorstwa. Aby otrzymać wartość kapitału własnego, należy od niej odjąć wartość kapitału obcego. Zaleca się stosowanie w mnożnikach wielkości globalnych, ponieważ w przypadku niektórych podmiotów nie można obliczyć jednostkowej wartości części odzwierciedlającej kapitał własny.

¹²³ Por. A. Damodaran, *Relative...*, wyd. cyt., s. 3; P. Fernandez, *Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?*, IESE Business School, working paper, 04.06.2001, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004), s. 3.

¹²⁴ Gdzie w mianowniku mnożnika występować mogą wielkości wyrażone w jednostkach naturalnych, takie jak ilość wydobytego surowca, liczba sprzedanych produktów, liczba klientów czy potencjalnych klientów.

¹²⁵ Na przykład złożone mnożniki odnoszące się do wzrostu (ang. growth-referenced multiples), takie jak P/EG (oznaczany też skrótem PEG), będący relacją mnożnika P/E do prognozowanego na kolejne lata wzrostu EPS, czy mnożnik EV/EG, będący relacją obliczonego na podstawie danych historycznych EV/EBITDA do prognozowanego na kolejne lata wzrostu EBITDA. Por. P. Fernandez, *Valuation using multiples...*, wyd. cyt., s. 5.

- *P/E (ang. price earnings ratio, PER) – wskaźnik cena / zysk, wyznaczany według wzoru:*

$$P/E = \frac{\text{kapitalizacja rynkowa}}{\text{zysk netto}} = \frac{\text{cena jednej akcji}}{\text{zysk netto na jedną akcję (EPS)}} \quad (4.27)$$

- *P/CE (ang. price to cash earnings) – wskaźnik cena / nadwyżka finansowa, wyznaczany według wzoru:*

$$P/CE = \frac{\text{kapitalizacja rynkowa}}{\text{zysk netto} + \text{amortyzacja}} \quad (4.28)$$

- *P/LFCF (ang. price to levered free cash flow) – wskaźnik wyznaczany według wzoru:*

$$P/LFCF = \frac{\text{kapitalizacja rynkowa}}{(\text{zysk oper.} - \text{odsetki})(1-T) + \text{amort.} - \Delta\text{KON} - \text{nakłady inwest.}} \quad (4.29)$$

- *P/BV (ang. price to book value) – wskaźnik cena / wartość księgowa, wyznaczany według wzoru:*

$$P/BV = \frac{\text{kapitalizacja rynkowa}}{\text{wartość księgowa kapitału własnego}} \quad (4.30)$$

- *P/S (ang. price to sales) – wskaźnik cena / sprzedaż, wyznaczany według wzoru:*

$$P/S = \frac{\text{kapitalizacja rynkowa}}{\text{przychody ze sprzedaży}} = \frac{\text{cena jednej akcji}}{\text{sprzedaż na jedną akcję (SPS)}} \quad (4.31)$$

Wśród mnożników wartości przedsiębiorstwa (sumy wartości kapitału własnego i obcego) wykorzystać można m.in.¹²⁷:

¹²⁶ Oprócz omówionych tutaj mnożników kapitału własnego wymienia się takie, jak: cena / klient (relacja rynkowej kapitalizacji do liczby klientów) czy cena / potencjalny klient (relacja rynkowej kapitalizacji do liczby potencjalnych klientów), używane m.in. do wyceny firm internetowych. Por. P. Fernandez, *Valuation using multiples...*, wyd. cyt., s. 4.

¹²⁷ Wymieniono przykłady najczęściej używanych mnożników. W praktyce w zależności od potrzeb i celu wyceny budować można inne wskaźniki, przy czym w ich konstrukcji pamiętać należy, że licznik i mianownik powinny mieć związek merytoryczny. Oznacza to np., że jeśli w liczniku jest miara wartości kapitału własnego, to w mianowniku powinna być też miara związana z kapitałem własnym, wielkość przynależna właścicielom, tzn. po uwzględnieniu wpływu efektów finansowania kapitałem obcym (np. zysk netto czy FCFE). Jeśli natomiast w liczniku znajduje się miara wartości całego przedsiębiorstwa, to w mianowniku powinna być miara związana z kapitałem całkowitym (własnym i obcym), przynależna wszystkim dawcom kapitału, tzn. przed uwzględnieniem wpływu efektów finansowania kapitałem obcym (np. zysk operacyjny, EBITDA, wartość księgowa aktywów). Z tego powodu trafniejszy merytorycznie wydaje się wskaźnik EV/S niż P/S, dlatego też wartość przedsiębiorstwa zestawia się z EBITDA, a wartość kapitału własnego z zyskiem netto (we wskaźniku P/E).

- *EV/EBITDA* (ang. *enterprise value to EBITDA*) – wskaźnik wyznaczany według wzoru:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{wartość przedsiębiorstwa}}{\text{zysk przed spłatą odsetek, opodatkow. i amortyzacją}} \quad (4.32)$$

- *EV/S* (ang. *enterprise value to sales*) – wskaźnik wartość przedsiębiorstwa / sprzedaż, wyznaczany według wzoru:

$$EV/S = \frac{\text{wartość przedsiębiorstwa}}{\text{przychody ze sprzedaży}} \quad (4.33)$$

- *EV/FCFF* (ang. *enterprise value to free cash flow to firm*) – wskaźnik wyznaczany według wzoru:

$$EV/FCFF = \frac{\text{wartość przedsiębiorstwa}}{FCFF^{128}} \quad (4.34)$$

Do wyceny wykorzystać można także mnożniki porównane do ich historycznych poziomów dla danej firmy, do średnich poziomów z rynku czy do średniej branżowej, czyli tzw. mnożniki relatywne (ang. *relative multiples*), będące relacją aktualnego mnożnika dla danej firmy do odpowiedniej średniej – historycznej, rynkowej czy branżowej¹²⁹.

Do średniej ważonej wybierać należy mnożniki mało podatne na ewentualne działania polegające na kreatywnej rachunkowości¹³⁰ i bliżej związane z wartością (tzn. oparte raczej na przepływach pieniężnych niż na zysku), a w sytuacji średniej złożonej także z innych mnożników, należy wspomnianym wyżej mnożnikom nadać

¹²⁸ Zakłada się, że w spółkach giełdowych nie występuje przez-kosztowe przekazywanie wartości. Dlatego do wyliczenia tego mnożnika dla grupy odniesienia zaleca się obliczanie FCFF według wzoru (3.3). Natomiast w kroku 8 FCFF dla wycenianego przedsiębiorstwa obliczać należy zgodnie z wzorem (3.4), tj. z uwzględnieniem przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

¹²⁹ Por. P. Fernandez, *Valuation using multiples...*, wyd. cyt., s. 5.

Dla niektórych przedsiębiorstw części mnożników nie można obliczyć. Przykładowo w przypadku mnożnika P/E, jeśli EPS jest ujemny, to mnożnik nie ma interpretacji ekonomicznej i zazwyczaj się go nie podaje. Ma to znaczenie dla wyznaczania mnożnika dla grupy odniesienia. W razie odrzucenia tych przedsiębiorstw średnia (czy mediana) będzie zawyżona i niereprezentatywna dla danej branży, ponieważ odrzuca się firmy z gorszymi wynikami (ujemnymi). Wyjściem z tej sytuacji może być obliczenie mnożnika dla grupy odniesienia na podstawie zagregowanych dla całej grupy wielkości licznika i mianownika albo wybór mnożnika, którego ten problem nie dotyczy. W ten sposób poziom wyników przedsiębiorstw z danej branży wpływać może na wybór mnożników do wyceny. Por. A. Damodaran, *Relative...*, wyd. cyt., s. 10.

¹³⁰ Im niżej w rachunku zysków i strat znajduje się zmienna ekonomiczna brana do mianownika mnożnika, tym większa zależność tej zmiennej ekonomicznej od przyjętych w przedsiębiorstwie zasad rachunkowości, a także celowych zabiegów kreatywnej rachunkowości. Dlatego też np. P/S jest mniej zależne od kreatywnej rachunkowości niż EV/EBITDA, a ten mnożnik od P/E.

większe wagi. Poza tym jednym z kryteriów doboru mnożników do średniej ważonej i przyznawanych im wag powinna być ich ujemna korelacja w przypadku ewentualnych działań ze strony pracowników, zmierzających do poprawy wyceny za pomocą kreatywnej rachunkowości¹³¹.

Zalecenia co do wyboru mnożników sprowadzić można do propozycji, aby do średniej ważonej wybierać możliwie urozmaicone mnożniki pochodzące z różnych wierszy (szczególnie od 1 do 4), jak i z różnych kolumn tabeli 4.1.

Tabela 4.1

Tabela wyboru mnożników

L.p.	Mnożniki:	Kapitału własnego	Wartości przedsiębiorstwa
1.	Zysku	P/E;	EV/EBITDA;
2.	Przepływów pieniężnych	P/CE; P/LFCF;	EV/FCFF;
3.	Wartości księgowej	P/BV;	EV/Aktywa;
4.	Przychodów	P/S;	EV/S;
5.	Specyficzne dla sektora	cena/klient; cena/potencjalny klient;	
6.	Złożone	P/EG;	EV/EG;

Źródło: opracowanie własne.

W doborze mnożników kierować się należy ponadto specyfiką wycenianego przedsiębiorstwa, charakterystyką branży, w której działa itp. Mnożniki powinny być oparte na zmiennych ekonomicznych, które w przypadku wycenianego przedsiębiorstwa są najbardziej skorelowane z jego wartością. Wskazówką w doborze mnożników może być tabela 4.2, zbudowana na podstawie doświadczeń praktycznych, z których wynika, że do wyceny przedsiębiorstw z określonych branż pewnych mnożników używa się częściej niż innych¹³².

Krok 7

Należy wyznaczyć wybrane mnożniki dla poszczególnych spółek z grupy odniesienia na podstawie ich wyceny rynkowej oraz właściwych zmiennych ekonomicznych (w zależności od rodzaju mnożnika). W tym celu należy wykorzystać notowania giełdowe spółek podobnych, a wielkości zmiennych ekonomicznych pozyskać ze sprawozdań finansowych lub raportów okresowych. Następnie należy uśrednić każdy z mnożników¹³³.

¹³¹ Chodzi o dobór takich mnożników, żeby ewentualne wysiłki osoby ocenianej na podstawie SDN, zmierzające do wywindowania wyceny mnożnikowej jak najwyżej na końcu okresu, powodowały odwrotny efekt w dwóch uśrednianych mnożnikach (wzrost zmiennej ekonomicznej będącej podstawą jednego mnożnika i spadek zmiennej ekonomicznej będącej podstawą drugiego mnożnika).

¹³² Por. A. Damodaran, *Investment...*, wyd. cyt., s. 957.

¹³³ Wartość wybranego mnożnika dla spółek z grupy odniesienia może opierać się na danych chwilowych lub też uśrednionych dla dłuższego okresu w celu ograniczenia wpływu krótkoterminowej zmienności danych finansowych. Operacja ta może też polegać na wyliczeniu mediany, na którą mniejszy wpływ mają wielkości skrajne badanego zjawiska. Następnie wyniki uzyskane dla poszczególnych przedsiębiorstw podobnych uśrednia się (lub oblicza medianę), otrzymując mnożnik dla grupy odniesienia (M_{GO}). Uśrednienie może być oparte na średniej

Tabela 4.2

Najczęściej używane mnożniki w różnych branżach

Branża	Sektor	Najczęściej używane mnożniki
Samochodowa	rynek pierwotny części zamienne	P/S P/CE relatywny; P/S
Banki		P/BV
Materiały podstawowe	papier chemikalia metale i górnictwo	P/BV EV/EBITDA, EV/S, P/CE P/LFCF, EV/EBITDA
Budownictwo		P/LFCF, EV/FCF, PER, EV/EBITDA
Usługi biznesowe		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER, PEG
Dobra kapitałowe	inżynieria obrona	PER, EV/EBITDA, EV/S PER, EV/EBITDA, EV/S
Artykuły spożywcze	produkcja żywności browary i puby napoje alkoholowe wyroby tytoniowe	EV/EBITDA, EV/CE ROCE, PEG, PER relatywny EV/EBITDA ROCE
Ochrona zdrowia		PER, PER relatywny względem S&P, EV/EBITDA,
Ubezpieczenia		P/AV
Rozrywka		EV/EBITDA
Mass media		PER relatywny, EV/EBITDA
Ropa naftowa i gaz ziemny		PER, EV/CE
Nieruchomości		P/FAD ¹³⁴ , EV/EBITDA, P/NAV ¹³⁵
Dobra konsumpcyjne	odzież żywność dobra luksusowe	PER względem rynku i sektora, EV/EBITDA PER relatywny PER, PEG, EV/S i EV/EG
Technologia	software, wyposażenie i półprzewodniki	PER, PER relatywny
Telekomunikacja		EV/EG, EV/S, P/customer (cena / klient)
Transport	powietrzny drogowy	EV/EBITDA P/S
Przedsiębiorstwa użyteczności publicznej		PER, P/CE

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Fernandez, Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?, IESE Business School, working paper, 04.06.2001, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004), s. 6.

arytmetycznej lub średniej ważonej, jeśli podobieństwo spółek z grupy odniesienia do przedsiębiorstwa wycenianego jest zróżnicowane.

Należy przy tym pamiętać o konieczności konsekwentnego stosowania danych do licznika i mianownika każdego z mnożników. Możliwe są bowiem różne podejścia szczegółowe (na przykładzie P/E – w liczniku cena akcji pochodzić może z ostatniego dostępnego notowania lub średniej z ostatnich tygodni, miesięcy, a nawet roku; EPS w mianowniku wzoru może pochodzić z ostatniego rocznego sprawozdania finansowego, ostatnich czterech kwartałów, może też być prognozowanym zyskiem netto na jedną akcję na rok następny; dodatkowo użyty w obliczeniach zysk netto może obejmować wynik zdarzeń nadzwyczajnych albo go nie uwzględniać).

Zachowanie konsekwencji w obliczeniach może być utrudnione przez różnice między firmami w określeniu roku sprawozdawczego, jak również przez stosowanie różnych standardów rachunkowości w porównywanych firmach. Por. P. Szczepankowski, op. cit., s. 237; A. Damodaran, *Relative...*, wyd. cyt., s. 5-8.

¹³⁴ P/FAD (ang. price to funds available for distribution) jest wariantem mnożnika P/LFCF. FAD to nadwyżka finansowa (zysk netto + amortyzacja) pomniejszona o wydatki inwestycyjne oraz amortyzację nieruchomości obciążonych hipoteką.

¹³⁵ NAV to wartość aktywów netto (ang. net asset value).

Krok 8

Należy wyznaczyć dla analizowanego przedsiębiorstwa zmienne ekonomiczne, które wykorzystano w mianownikach mnożników dla grupy odniesienia. W tym celu sięgnąć należy do sprawozdania finansowego analizowanego przedsiębiorstwa, a jeśli nie jest dostępne – do systemu finansowo-księgowego.

Należy zadbać o to, aby zmienne te były tak samo zdefiniowane jak przy obliczaniu wskaźników dla grupy odniesienia, z wyjątkiem tych zmiennych, których wysokość jest wrażliwa na przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom¹³⁶.

Krok 9

Należy wymnożyć średnie mnożniki dla grupy odniesienia (z kroku 7) przez właściwe zmienne ekonomiczne dla wycenianego przedsiębiorstwa (wyznaczone w kroku 8):

$$W = M_{GO} \times ZE_X \quad (4.35)$$

gdzie:

W – wartość kapitału własnego lub przedsiębiorstwa, w zależności od wybranego mnożnika,

M_{GO} – mnożnik wyznaczony dla grupy odniesienia,

ZE_X – zmienna ekonomiczna dla wycenianego przedsiębiorstwa X, odpowiadająca mianownikowi wybranego mnożnika.

Następnie należy uśrednić uzyskane szacunki wartości kapitału własnego, zgodnie z założeniami dotyczącymi wag, poczynionymi w kroku 6. Efektem tego kroku jest poszukiwane oszacowanie wartości.

Krok 10

Wartość otrzymaną w kroku 9 należy zmniejszyć o dyskonto z tytułu braku płynności, jak również, ponieważ szacunkowy dochód nadwyżkowy wyliczany jest z reguły dla właścicieli posiadających pakiet kontrolny własności, powiększyć o premię za kontrolę.

Etap III – wyznaczenie kosztu kapitału własnego

W procedurze odniesiono się do zastosowania jednej z dwóch metod: CAPM z równaniem R.S. Hamady oraz metody składania¹³⁷. Metody te mają dwa elementy

¹³⁶ Zakłada się bowiem, że w spółkach giełdowych nie występuje przez-kosztowe przekazywanie wartości, natomiast w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli transfery te występują.

¹³⁷ Trzecia z możliwych do zastosowania metod – obligacje plus – jest prosta w zastosowaniu jedynie, jeśli analizowane przedsiębiorstwo jest emitentem obligacji. W przeciwnym wypadku procedura wyznaczania kosztu kapitału własnego tą metodą się komplikuje, bowiem wymaga zastosowania metody opierającej się na syntetycznej ocenie ratingowej. Dlatego też w procedurze jej nie omówiono. Kwestie te poruszono w rozdziale trzecim.

wspólne (szacowanie stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko rynkowe), natomiast różnią się krokiem trzecim.

Krok 11

Należy oszacować stopę zwrotu wolną od ryzyka (r_f) jako stopę dochodu w terminie do wykupu (YTM) dwuletnich obligacji skarbowych¹³⁸. Aktualne dane dotyczące tych obligacji prezentowane są na stronach internetowych GPW w Warszawie, jak również wielu instytucji finansowych¹³⁹.

Krok 12

Należy wyznaczyć premię za ryzyko rynkowe ($r_m - r_f$), korzystając z szacunków dokonanych przez A. Damodarana, które publikowane są m.in. na jego stronie internetowej <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (updated data → data sets → risk premiums for other markets)¹⁴⁰.

Krok 13A – dla CAPM

Współczynnik beta powinien zostać oszacowany z wykorzystaniem równania R.S. Hamady, przy czym w większości analizowanych przedsiębiorstw właściciele jest niewielu (są niezdywersyfikowani), dlatego też należy wyznaczyć betę całkowitą¹⁴¹.

Po pierwsze dla przedsiębiorstw z grupy odniesienia wyznaczonej w kroku 5 należy obliczyć współczynniki beta lewarowane, zgodnie z wzorem¹⁴²:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_m)} = \rho_{i,m} \times \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \quad (4.36)$$

Po drugie uzyskane beta lewarowane ($\beta_i = \beta_L$) należy oddłużyć za pomocą wzoru R.S. Hamady przy użyciu wskaźników struktury kapitału (D/E) i efektywnych stawek podatkowych (T) dla przedsiębiorstw z grupy odniesienia, otrzymując bety nielewarowane (β_U):

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \frac{D}{E}} \quad (4.37)$$

¹³⁸ Są to w chwili obecnej jedyne zerokuponowe obligacje skarbowe (czyli instrumenty o podstawie dyskontowej) dostępne w obrocie na GPW w Warszawie, a zatem ich stopa dochodowości nadaje się do oszacowania kosztu alternatywnego zastosowania kapitału właścicieli przedsiębiorstw przez nich zarządzanych (są to obligacje hurtowe dostępne dla indywidualnych inwestorów na rynku wtórnym pod warunkiem posiadania rachunku papierów wartościowych w biurze maklerskim).

¹³⁹ Np. http://www.aliorbank.pl/pl/biuro_maklerskie/centrum_publicacji/rentownosc_obligacji (dostęp 29.01.2010). Jako oszacowanie stopy zwrotu wolnej od ryzyka przyjąć należy stopę dochodu w terminie do wykupu (YTM) zerokuponowej obligacji dwuletniej (pierwsze dwie litery nazwy to OK) o jak najpóźniejszym terminie wykupu (oznaczonym przez cztery ostatnie cyfry nazwy obligacji, np. nazwa OK0712 oznacza obligację o terminie wykupu w lipcu 2012 roku).

¹⁴⁰ Chodzi o wartość wyznaczoną dla Polski w kolumnie „Total Risk Premium”. Według danych ze stycznia 2010 roku premia za ryzyko rynkowe dla Polski wynosiła 6,08%.

¹⁴¹ Kwestie te omówiono w rozdziale trzecim.

¹⁴² Oznaczenia wzorów tak jak w rozdziale trzecim.

Po trzecie jeśli właściciele są niezdywersyfikowani i nie przewiduje się w najbliższym czasie wejścia podmiotu na giełdę papierów wartościowych, należy na podstawie bety nielewarowanej (β_U) i współczynnika korelacji liniowej Pearsona stóp zwrotu z akcji spółki i z rynku ($\rho_{i,m}$) obliczyć nielewarowaną betę całkowitą (β_{Uc}) dla każdej spółki z grupy odniesienia:

$$\beta_{Uc} = \frac{\beta_U}{\rho_{i,m}} \quad (4.38)$$

Po czwarte otrzymane nielewarowane bety całkowite należy uśrednić, otrzymując nielewarowaną betę całkowitą dla analizowanego przedsiębiorstwa.

Po piąte nielewarowaną betę całkowitą należy podłużyć za pomocą wskaźnika struktury kapitału (D/E) i efektywnej stawki podatkowej (T) dla analizowanego przedsiębiorstwa, wyznaczając lewarowaną betę całkowitą (β_{Lc}) dla analizowanego przedsiębiorstwa:

$$\beta_{Lc} = \beta_{Uc} \left[1 + (1-T) \frac{D}{E} \right] \quad (4.39)$$

Tak obliczoną betę całkowitą należy podstawić do wzoru z CAPM.

Jeśli obliczenie nielewarowanych współczynników beta dla grupy odniesienia byłoby niemożliwe lub zbyt uciążliwe, jako uśrednioną β_U dla grupy odniesienia wykorzystać można szacunki dokonane przez A. Damodarana, które publikowane są m.in. na jego stronie internetowej <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (updated data → data sets → levered and unlevered betas by industry)¹⁴³.

Krok 13B – dla metody składania

Należy oszacować premię za ryzyko specyficzne (RP_S), która odzwierciedla dodatkową stopę zwrotu, jakiej oczekivaliby inwestorzy z inwestycji w analizowane przedsiębiorstwo w związku z ryzykiem specyficznym wynikającym z charakterystyki branży lub takich cech jak np. mała wielkość przedsiębiorstwa, wysokie ryzyko finansowe, niski stopień dywersyfikacji działalności, familizm powodujący nieefektywną alokację zasobów, niewystarczające kwalifikacje pracowników, niedostosowana struktura organizacyjna. Z reguły w przypadku niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli premia za ryzyko specyficzne waha się w granicach od jednego do kilku punktów procentowych. Jest to metoda subiektywna, dlatego wysokość premii za ryzyko specyficzne zależy od doświadczenia wyceniającego.

Krok 14

Należy podstawić elementy oszacowane w krokach 11-13 (r_f w kroku 11, $(r_m - r_f)$ w kroku 12, β_c w kroku 13A, a RP_S w kroku 13B) do odpowiednich wzorów i wyznaczyć koszt kapitału własnego:

¹⁴³ Chodzi o wartość wyznaczoną dla wybranego sektora w kolumnie „Unlevered Beta”. Wykorzystać można także współczynniki beta całkowite (total beta by industry sector), z tym że dostępne są jedynie współczynniki obliczone w oparciu o dane przedsiębiorstw z USA.

- dla CAPM

$$k_{KW} = r_f + \beta_{Lc}(r_m - r_f) \quad (4.40)$$

- dla metody składania

$$k_{KW} = r_f + (r_m - r_f) + RP_S \quad (4.41)$$

Etap IV – podstawienie do formuły szacunkowego dochodu nadwyżkowego

Krok 15

Wielkości oszacowane w krokach 1-14 należy podstawić do formuły szacunkowego dochodu nadwyżkowego:

$$SDN = (V_t - V_{t-1}) + (CF^+ - CF^-) - k_{KW} \times V_{t-1} \quad (4.42)$$

gdzie:

CF^+ = kwoty oszacowane w kroku 1 + kwoty oszacowane w kroku 3;

CF^- = kwoty oszacowane w kroku 4;

V_t , V_{t-1} = kwoty oszacowane w kroku 10 (dwukrotnie – dla początku i końca badanego okresu);

k_{KW} = stopa procentowa oszacowana w kroku 14.

Opisane w procedurze czynności, w szczególności obliczeniowe, należy w miarę możliwości zautomatyzować, najlepiej poprzez odpowiednie wprowadzenie ich do systemu informatycznego przedsiębiorstwa. Wtedy możliwe będzie wykorzystanie szacunkowego dochodu nadwyżkowego w sposób ciągły w podejmowaniu decyzji w przedsiębiorstwie. Należy podkreślić, że po wprowadzeniu wszystkich danych do systemu informatycznego, zainicjowania ciągłego importowania danych giełdowych, system oparty na szacunkowym dochodzie nadwyżkowym będzie wymagał jedynie okresowego przeglądu grupy odniesienia pod kątem przystawiania do charakterystyk analizowanego przedsiębiorstwa, jak również przeglądu sposobów przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom.

4.4.4. Możliwości zastosowania szacunkowego dochodu nadwyżkowego

Szacunkowy dochód nadwyżkowy jako miara wykreowanej wartości dla właścicieli może być stosowany zarówno w ujęciu ex post, jak i ex ante. Stanowić może miernik służący do oceny osiągniętych wyników ekonomicznych przedsiębiorstwa, jak również wyników prognozowanych. Może być zatem kryterium wyboru alternatywnych strategii rozwojowych.

Miernik ten może być wykorzystywany **incydentalnie bądź okresowo**, w przypadku pojawienia się określonych sytuacji, w których potrzebne będzie ustalenie wykreowanej wartości dla właścicieli. Jako przykłady takich sytuacji szczegółowych wymienić można:

- rozważanie przez dotychczasowego jedynego właściciela zarządzającego swoją firmą jej ewentualnej sprzedaży;
- wzajemne rozliczenia wspólników zarządzających przedsiębiorstwem.

Pierwszy z wymienionych przykładów może dotyczyć sytuacji, w której założyciel przedsiębiorstwa i jednocześnie główny menedżer rozważa argumenty

dotyczące sprzedaży tego przedsiębiorstwa¹⁴⁴. Wśród problemów, które wpływają na decyzję wymienić można:

- wycenę przedsiębiorstwa;
- troskę o zatrudnioną w przedsiębiorstwie rodzinę (bliższą i dalszą)¹⁴⁵;
- brak precyzyjnej wiedzy na temat tego, ile dokładnie zarabia na tym przedsiębiorstwie w skali wybranego okresu.

Wyceny dokonać można, kierując się wskazaniem zawartymi w rozdziale trzecim rozprawy.

Szacunkowy dochód nadwyżkowy rozwiązuje ostatni z wymienionych problemów, ujmując w rachunku kwestie wynikające z drugiego problemu, tzn. SDN pokazuje zarobek właściciela, ujmując w tym wartość przekazywaną rodzinie (poprzez uwzględnienie przez-kosztowego przekazywania wartości)¹⁴⁶.

Szacunkowy dochód nadwyżkowy ujmuje w rachunku tylko to, co da się wyrazić wartościowo w pieniądzu. Nie uwzględnia zatem korzyści niemierzalnych, które nie mają charakteru pieniężnego, a często leżą u podstaw zakładania i funkcjonowania przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, są wręcz niekiedy głównym czynnikiem motywującym. Chodzi tutaj m.in. o poczucie samozadowolenia właściciela z „bycia swoim własnym szefem”, zajmowanie określonej pozycji w społeczności lokalnej dzięki prowadzeniu własnej firmy, pozostawanie przedsiębiorstwa pod kontrolą rodziny, a także poczucie bezpieczeństwa członków rodziny, wynikające z tego, że pracują w firmie rodzinnej. Czynniki te stanowią niefinansową specyfikę tych podmiotów. Z uwagi na fakt, że nie mają one charakteru finansowego, są bardzo trudne do uchwycenia przez jakikolwiek miernik¹⁴⁷.

W drugim z wymienionych przykładów szacunkowy dochód nadwyżkowy może być użyteczną miarą pomocną we wzajemnych rozliczeniach wspólników, którzy będąc właścicielami, jednocześnie zajmują stanowiska kierownicze, przy czym informacja na temat wytworzonej wartości dla właścicieli jest kwestią kluczową dla wzajemnych rozliczeń. W tym przypadku szczególnie istotne jest podzielenie wynagrodzeń wypłacanych właścicielom z tytułu wykonywanych w

¹⁴⁴ Powody skłaniające do takich rozważań mogą być różne, np. zmęczenie pełnioną dotychczas rolą, znużenie działaniem w danej branży, świadomość zbliżającego się problemu sukcesji. Jest to aktualny problem obecny w praktyce gospodarczej polskich przedsiębiorstw, szczególnie w odniesieniu do tych z nich, które powstały i wzrosły w trakcie transformacji ustrojowej lat 90-tych XX wieku, rozwijały się jako przedsiębiorstwa rodzinne, a ich właściciele zbliżają się właśnie do wieku emerytalnego.

¹⁴⁵ Czy po zmianie właściciela na niespokrewnionego poradzą sobie na dotychczasowych stanowiskach? Czy nie stracą tej pracy? W konsekwencji – czy znajdą inną pracę, równie dobrze płatną, jak ta w firmie rodzinnej?

¹⁴⁶ Ujmuje zatem także zawyżone w stosunku do kwalifikacji wynagrodzenia wypłacane członkom rodziny, których powodem jest właśnie bycie członkiem rodziny (familizm).

¹⁴⁷ Omówionej w rozdziale drugim niefinansowej specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli nie uwzględnia żaden z analizowanych w rozdziale czwartym mierników.

spółce funkcji na część, która jest ekwiwalentem za pracę i część, która stanowi przez-kosztowe przekazanie wartości.

Poza wykorzystaniem szacunkowego dochodu nadwyżkowego w sytuacjach, które opisano powyżej, wydaje się, że miara ta nadaje się do wykorzystania **w ciągłym procesie zarządzania** przedsiębiorstwem m.in. jako miernik:

- w zakresie którego wyznacza się cele strategiczne i cele cząstkowe,
- będący podstawą planowania i sporządzania budżetów,
- na którym opiera się system pomiaru i oceny wyników,
- wykorzystany w tworzeniu systemu motywacyjnego.

Zazwyczaj w zarządzaniu przez wartość spośród powyższych funkcji miernika wiele uwagi poświęca się możliwościom spełniania przez niego funkcji motywacyjnej. W tym świetle stwierdzić należy, że szacunkowy dochód nadwyżkowy może być wykorzystany w budowie systemu motywacyjnego w przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli pod warunkiem, że:

- będzie go można odnieść do poszczególnych części przedsiębiorstwa (np. filii, wydzielonych oddziałów czy działów), dla których będzie można zbudować z odpowiednich spółek giełdowych grupy odniesienia i dokonać wyceny mnożnikowej; wtedy możliwe jest połączenie interesów właścicieli, kierowników i pracowników, którzy wynagradzani byłiby za zwiększanie wartości dla właścicieli;
- przestrzegany będzie postulat stuprocentowej stopy realizacji wartości¹⁴⁸ – oczywiście istnieje niebezpieczeństwo, że właściciele ustalający stopę realizacji wartości obniżą ją, żeby zapłacić mniejsze premie swoim pracownikom; zauważyć jednak należy, że nie są oni do tego motywowani, gdyż oznaczałoby to zmniejszenie transferu gotówki z przedsiębiorstwa do właścicieli.

Wadą szacunkowego dochodu nadwyżkowego jako podstawy systemu wynagrodzeń jest to, że może on być obliczany tylko dla całego przedsiębiorstwa lub takich wydzielonych jego części, dla których można zbudować ze spółek giełdowych grupy odniesienia, niezbędne do przeprowadzenia wyceny metodą mnożnikową. Wada ta jest jednak niwelowana przez istniejącą możliwość dezagregacji szacunkowego dochodu nadwyżkowego na poszczególne nośniki wartości dla właścicieli, które służyć mogą za cele i mierniki w poszczególnych komórkach przedsiębiorstwa.

Biorąc pod uwagę powyższe ustalenia, dodać należy, że budowa systemu zarządzania przez wartość powinna być przeprowadzona indywidualnie, tak aby dopasować ją do specyfiki konkretnego przedsiębiorstwa. Wynika to z faktu, że przypadek każdego przedsiębiorstwa jest inny, istnieje wiele pomysłów

¹⁴⁸ Jest to relacja wartości przekazanej właścicielom do wartości wytworzonej, która informuje o tym, jaka część wolnych przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom jest im rzeczywiście przekazywana. Por. M. Michalski, *Zarządzanie...*, wyd. cyt., s. 137.

biznesowych, wiele sposobów tworzenia wartości. Stąd ograniczenie się w rozprawie do rozważań na pewnym poziomie ogólności jest koniecznością¹⁴⁹.

Oczywiście poza przytoczonymi powyżej możliwymi zastosowaniami szacunkowego dochodu nadwyżkowego w podejmowaniu kluczowych decyzji i w ciągłym procesie zarządzania przedsiębiorstwem, spełniać on może inne podstawowe funkcje. Jako jedną z nich wymienić można chociażby funkcję edukacyjną, polegającą na uświadomieniu właścicielom przedsiębiorstw przez nich zarządzanych, że kapitał ma swój alternatywny koszt. Nawet tego typu oddziaływanie miernika SDN nie może być lekceważone, ponieważ, jak się wydaje, nie jest to, szczególnie w mniejszych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli, wiedza powszechna.

4.4.5. Problemy praktyczne związane z wykorzystaniem szacunkowego dochodu nadwyżkowego

Wskazać należy na pewne problemy, jakie wiążą się z wykorzystaniem szacunkowego dochodu nadwyżkowego jako miary wytworzonej wartości dla właścicieli.

Pierwszym z problemów jest konieczność ustalenia kwoty faktycznych przepływów pieniężnych z przedsiębiorstwa do właścicieli i od właścicieli do przedsiębiorstwa, które są składnikami formuły na SDN. W praktyce oznacza to, że w przypadku konkretnego przedsiębiorstwa zidentyfikować należy specyficzne dla niego transfery gotówki do właścicieli, w tym przez-kosztowe przekazywanie wartości, jak i ewentualne przepływy w przeciwnym kierunku (CF^+ i CF^- w formule obliczeniowej szacunkowego dochodu nadwyżkowego). Trudność stanowić może tutaj fakt, że lista możliwości tych transferów jest listą otwartą i w przypadku każdego przedsiębiorstwa może wyglądać inaczej. Jest to jednak problem wspólny dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli i został już omówiony we wcześniejszych częściach rozprawy.

Drugi problem związany jest z użyciem w formule obliczeniowej szacunkowego dochodu nadwyżkowego wyceny mnożnikowej i przejawia się w kilku aspektach.

Po pierwsze pośrednie wykorzystanie w szacunkowym dochodzie nadwyżkowym wyceny giełdowej powoduje, że miernik ten w postaci opisanej

¹⁴⁹ O słuszności takiego podejścia przekonują także wyniki badań przeprowadzonych przez firmę Deloitte w 2007 roku na grupie przedsiębiorstw z indeksu S&P 1200 będących liderami pod względem TSR za ostatnie 5 lat, z których wynika, że każda z firm wypracowała własne podejście i własną metodologię zarządzania wartością, choć opierały się niejednokrotnie na podobnych miernikach. Por. K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Kreowanie wartości jako cel nadrzędny, w: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2006, s. 55.

wzorem (4.25) stosowany może być tylko w sytuacji istnienia efektywnego rynku kapitałowego.

Po drugie wykorzystanie wyceny mnożnikowej przenosi na szacunkowy dochód nadwyżkowy problemy i ograniczenia, jakie dotyczą metody mnożnikowej. W szczególności chodzi o ewentualne trudności z doбором odpowiednich spółek do grupy odniesienia. Wiąże się to zatem także z pierwszym z wymienionych problemów i prowadzi do wniosku, że im większy i bardziej efektywny jest rynek kapitałowy, tym łatwiejsze i bardziej wiarygodne może być zastosowanie szacunkowego dochodu nadwyżkowego.

Ponadto wskazać należy na problem specyficzny dla szacunkowego dochodu nadwyżkowego, wynikający z zastosowania wyceny mnożnikowej do oceny osiągnięć przedsiębiorstwa i jego poszczególnych części oraz docelowo powiązania z tym miernikiem wynagrodzeń poszczególnych kierowników. Chodzi tutaj o sytuację, w której kierownik wynagradzany na podstawie szacunkowego dochodu nadwyżkowego dążyć będzie do podwyższenia swojego wynagrodzenia niekoniecznie poprzez zwiększanie wartości dla właścicieli, tylko poprzez „sztuczne” (księgowo) oddziaływanie na wysokość zmiennych ekonomicznych, które są podstawą używanych w ocenie mnożników. Wydaje się, że rozwiązania zaproponowane w ramach procedury obliczeniowej istotnie zmniejszają ten problem¹⁵⁰. Dążąc do ograniczenia tego problemu, zaleca się ponadto, aby konstrukcja systemu motywacyjnego przewidywała funkcjonowanie „banku premii”.

Postulat ten jest o tyle istotny, że zawsze występuje ryzyko zachowań kierowników, które w krótkim czasie poprawią wysokość zmiennej będącej podstawą określonego mnożnika, a ich długoterminowy wpływ na wartość będzie negatywny, np. redukcja w danym roku kosztów przeznaczanych na szkolenia pracowników czy remonty maszyn zwiększa bazę mnożnika (np. zysk netto w przypadku mnożnika P/E czy EBITDA w przypadku mnożnika EV/EBITDA) i niszczy wartość w długim okresie. Wtedy zastosowanie „banku premii” może być sposobem na uniknięcie tego typu zachowań. Konstrukcja „banku premii” polega na tym, że wypracowana w danym okresie premia nie jest automatycznie wypłacana, tylko deponowana w „banku premii”, a wypłacie podlega określona część kwoty zdeponowanej w banku premii (sumy premii z lat poprzednich i bieżącego okresu). Taka konstrukcja:

- uzależnia wysokość premii od tego, czy pracownik tworzy wartość w sposób trwały;
- oddziałuje na wartościowych pracowników, zniechęca miernych;

¹⁵⁰ Chodzi o postulowane uśrednianie wyceny dokonanej w oparciu o kilka mnożników, dobór mnożników blisko związanych z wartością i mało podatnych na kreatywną rachunkowość, jak również taki ich dobór, aby ewentualne wysiłki osoby ocenianej na podstawie szacunkowego dochodu nadwyżkowego, zmierzające do wywindowania wyceny mnożnikowej jak najwyżej na końcu okresu, powodowały odwrotny efekt w dwóch uśrednianych mnożnikach.

- stanowi swego rodzaju „złote kajdanki” – saldo figurujące na osobistym rachunku pracownika podlega utracie na rzecz przedsiębiorstwa w momencie, gdy ten decyduje się je opuścić; wiąże to wartościowych pracowników z przedsiębiorstwem na długi czas;

- wykazuje podobieństwo do zwrotu uzyskanego przez właścicieli z przedsiębiorstwa (gotówka faktyczna plus gotówka potencjalna)¹⁵¹.

Dodać należy, że omówione powyżej problemy we wskazanym tutaj zakresie odnoszą się do większych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, gdzie jest większe prawdopodobieństwo pojawienia się problemu agencji na linii właściciel – pracownicy. W mniejszych firmach prawdopodobieństwo wystąpienia działań zmierzających do poprawy poziomu szacunkowego dochodu nadwyżkowego za pomocą kreatywnej rachunkowości jest zdecydowanie mniejsze.

W nawiązaniu do stwierdzenia, że szacunkowy dochód nadwyżkowy jest miarą wiarygodną jedynie w przypadku istnienia efektywnego rynku kapitałowego, należy zaznaczyć, iż istnieją sposoby, aby tę miarę od rynku kapitałowego uniezależnić. Gdyby bowiem w formule szacunkowego dochodu nadwyżkowego **wycenę mnożnikową zastąpić wyceną dochodową**, to miernik taki nie byłby uzależniony od rynku kapitałowego, jak również ewentualnej dostępności danych o transakcjach porównywalnych¹⁵². Przyjmując, że wycena dochodowa jest najlepszym oszacowaniem wartości wewnętrznej, taki ogólny miernik wyrażałby faktyczny dochód nadwyżkowy realizowany przez właścicieli. Przyjąłby on postać:

$$SDN = (WD_t - WD_{t-1}) + (CF^+ - CF^-) - k_{KW} \times WD_{t-1} \quad (4.43)$$

gdzie:

WD_t – wynik wyceny metodą dochodową w momencie t ;

WD_{t-1} – wynik wyceny metodą dochodową w momencie $t-1$;

pozostałe oznaczenia jak we wzorze (4.25).

Jednak użycie wyceny dochodowej w formule obliczeniowej szacunkowego dochodu nadwyżkowego oznaczałoby konieczność jej dokonania na początku i na końcu okresu. Byłoby to zatem bardzo czasochłonne, a poza tym wymagałoby tyle samo pracy i zaangażowania co proste zastosowanie formuły (4.5). Pomijając kwestie niedogodności takiego podejścia, trzeba jednak dodać, że formuła (4.5) nie

¹⁵¹ Por. G.B. Stewart, *The Quest...*, wyd. cyt., s. 235.

¹⁵² W przypadku braku możliwości użycia wyceny mnożnikowej można spróbować zastąpić ją wyceną metodą transakcji porównywalnych. Użyteczność takiego podejścia, ze względu na występującą z reguły małą dostępność danych o transakcjach porównywalnych, jak również brak ciągłości w zakresie możliwości dokonania takiej wyceny (incydentalność), jest jednak ograniczona. Poza tym pamiętać należy, że o ile wykorzystanie wyceny mnożnikowej opartej na wycenie spółek giełdowych z reguły wymaga zastosowania dyskonta z tytułu braku płynności, o tyle wykorzystanie metody transakcji porównywalnych z reguły nie (daje oszacowanie wartości podmiotu pozbawionego waloru płynności).

jest odpowiedzią na pytanie o tworzenie wartości dla właścicieli, a raczej tylko różnicą pomiędzy wartością przedsiębiorstwa w dwóch momentach w czasie. Jak się zatem okazuje, stawia to decydenta przed wyborem – albo bardzo pracochłonny miernik uniwersalny (wyrażony wzorem (4.43)), albo mniej pracochłonny i bardziej zautomatyzowany miernik uzależniony od efektywności rynku kapitałowego (wzór (4.25))¹⁵³.

Inną alternatywą w stosunku do wzoru (4.43), także możliwą do zastosowania w sytuacji braku efektywnego rynku kapitałowego, jest zastosowanie wzoru (4.25), z tym, że **wycenę mnożnikową wyznacza się na podstawie danych fundamentalnych** ocenianego przedsiębiorstwa¹⁵⁴. Można też wyznaczyć grupę odniesienia składającą się z przedsiębiorstw niegiełdowych, określić dla nich, bazując na ich danych fundamentalnych, wielkość wybranych mnożników, a następnie po wyliczeniu mnożników dla grupy odniesienia, użyć ich do wyceny mnożnikowej analizowanej firmy. Takie podejście, podobnie jak to wyrażone formułą (4.43), nie jest uzależnione od istnienia efektywnego rynku kapitałowego, jest za to o wiele prostsze i mniej czasochłonne¹⁵⁵.

Rozważając możliwe problemy związane z wykorzystaniem szacunkowego dochodu nadwyżkowego, pamiętać należy, że posiada on jednak wiele atutów, które czynią z niego ciekawy instrument analizy finansowej niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Ponadto stwierdzić trzeba, że szacunkowy dochód nadwyżkowy jest miarą uniwersalną, ponieważ po drobnych modyfikacjach nadaje się także do przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli albo innych podmiotów, których akcje notowane są na giełdzie. Wystarczy bowiem w formule na SDN wycenę mnożnikową zastąpić wyceną giełdową i otrzymuje się miernik użyteczny w ocenie spółek giełdowych.

4.5. Podsumowanie

W niniejszym rozdziale poszukiwano właściwego miernika wartości dla właścicieli przeznaczonego dla niegiełdowych przedsiębiorstw, w których nie ma rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Aby tego dokonać, sformułowano cztery kryteria, które spełniać powinien poszukiwany miernik.

Na wstępie wskazano argumenty, dlaczego do spełnienia tej roli nie nadają się tradycyjne miary księgowe. Następnie kierując się wypracowanymi kryteriami,

¹⁵³ W przypadku stosowania wzoru (4.43) użyta w nim wycena dochodowa nie powinna obejmować transferu gotówki do właścicieli za pomocą pozycji kosztowych.

¹⁵⁴ Wzory na wycenę mnożnikową na podstawie danych fundamentalnych wyprowadza się z przekształcenia modelu M. Gordona. Por. A. Damodaran, *Relative...*, wyd. cyt., s. 12-13. W polskojęzycznej literaturze znaleźć je można m.in. w: P. Szczepankowski, op. cit., s. 239-255; F.K. Reilly, K.C. Brown, op. cit., t. 1, s. 601.

¹⁵⁵ Stosując je, pamiętać jednak należy o ograniczających stosowanie tej metody założeniach, w oparciu o które wyprowadzono zależności pozwalające na wycenę mnożnikową na podstawie danych fundamentalnych.

przeanalizowano szereg mierników wartości kreowanej. Ponieważ żadna z analizowanych miar nie spełnia wymagań stawianych przed poszukiwanym miernikiem, przedstawiono autorską propozycję miernika nazwanego szacunkowym dochodem nadwyżkowym.

Skróconą ocenę przeanalizowanych mierników pod kątem spełniania kryteriów, jakie postawiono przed właściwym miernikiem wartości dla właścicieli, przedstawiono w tabeli 4.3.

Tabela 4.3

Przeanalizowane mierniki w odniesieniu do kryteriów doboru miernika wartości dla właścicieli w warunkach braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich¹⁵⁶

Kryterium	EVA	SVA	CVA (CFROI)	CVA _{Fwc}	SEVA	SDN
1. miernik wartości dla właścicieli	-	-	-	-	+	+
2. uwzgl. przez-kosztowe przekazywanie wartości właścicielom	-/+	-	-	-	-	+
3. mało skomplikowany	-/+	-	-	-/+	+	+
4. skupiony na głównej funkcji (wewn. pomiarze wartości dla właścicieli)	-	+	-	+	-/+	+

Źródło: opracowanie własne.

Z podsumowania zawartego w tabeli 4.3 wynika, że szacunkowy dochód nadwyżkowy jest miernikiem, który, spośród zaprezentowanych miar, postawione przed nimi wymagania spełnia w największym zakresie.

¹⁵⁶ Użyte w tabeli symbole oznaczają: „-” – miernik nie spełnia danego kryterium; „+” – miernik spełnia dane kryterium; „-/+” – miernik spełnia kryterium częściowo lub też klasyczna postać miernika nie spełnia kryterium, ale istnieje możliwość takiej modyfikacji, aby je spełniał.

Zakończenie

Rozważania zawarte w pracy wynikają z przekonania autora, iż właściwym celem funkcjonowania przedsiębiorstw, w których nie ma rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich, jest zwiększanie wartości dla właścicieli, a koncepcja zarządzania ukierunkowana na realizację tak sformułowanego celu, tj. zarządzanie przez wartość, jest koncepcją uniwersalną, którą można, a nawet należy stosować we wspomnianej grupie przedsiębiorstw. Zarządzanie przez wartość w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli nie było do tej pory przedmiotem szerszego zainteresowania. Skłoniło to autora rozprawy do podjęcia w niej próby wypełnienia opisanej powyżej luki.

Mając na uwadze, że podjęcie problematyki zarządzania przez wartość w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli wynika z potrzeb praktyki, w pracy dołożono starań, aby jej rezultaty miały walor aplikacyjny i stanowiły odpowiedzi na pytania płynące z praktyki gospodarczej. Ich udzielenie nie jest jednak możliwe bez uprzednich pogłębionych dociekań teoretycznych. Biorąc powyższe pod uwagę, za główny cel rozprawy przyjęto wypracowanie narzędzi pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej niegiełdowego przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli. Dla zrealizowania tego celu koniecznym okazało się zdefiniowanie specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli w świetle koncepcji zarządzania przez wartość oraz wkomponowanie tej specyfiki w schematy analityczne pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej.

Aby cel główny pracy mógł zostać zrealizowany, sformułowano cele częściowe zmierzające kolejno do wskazania teorii przedsiębiorstwa lub elementów różnych teorii pomocnych w wyjaśnieniu specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, jak również określenia właściwego celu ich działalności, zdefiniowania i osadzenia w ramach procesu tworzenia wartości dla właścicieli pojęć wartości przedsiębiorstwa, wartości kapitału własnego i wartości dla właścicieli, scharakteryzowania przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli oraz wyodrębnienia ich specyfiki w świetle koncepcji zarządzania przez wartość, wyboru metod wyceny współgrających z koncepcją zarządzania przez wartość oraz opracowania metodyki wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli uwzględniającej ich specyfikę, analizy znanych mierników wyników działalności pod kątem ich adekwatności do pomiaru wartości dla właścicieli w badanej klasie przedsiębiorstw, jak również w przypadku nie znalezienia wystarczająco dobrej miary – skonstruowania miernika wytworzonej wartości dla właścicieli dostosowanego do specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.

Stopień realizacji tych celów dostarcza odpowiedniej perspektywy do oceny rezultatów rozprawy.

Po pierwsze w rozprawie dokonano krytycznej analizy teorii firmy pod kątem jej przystawalności do opisu i wyjaśnienia specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw

zarządzanych przez właścicieli, jak również w niektórych aspektach odnoszącej się do koncepcji zarządzania przez wartość. Wnioski płynące z tej części pracy porządkują wiedzę na temat przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli w teorii firmy. Pierwsze przypuszczenie (zbudowane na podstawie analogii między biologią a nauką o przedsiębiorstwie), że właściwą do opisu i wyjaśniania specyfiki przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli jest teoria tradycyjna, okazało się tylko częściowo słuszne, bowiem teoria ta abstrahuje od szeregu charakterystyk tych podmiotów. Za szczególnie ważną uznaje się analizę alternatywnych teorii przedsiębiorstwa, która wykazała, że żadna z nich nie koncentruje się na przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli. Teorie te powstawały bowiem raczej jako odpowiedź na nowe zjawiska i takie, które nie są wyjaśniane przez tradycyjną teorię firmy. Stąd niejako naturalnie punkt ciężkości zainteresowania alternatywnych teorii przedsiębiorstwa spoczął na przedsiębiorstwach charakteryzujących się rozdzieleniem własności od zarządzania. Spowodowało to także pewne „zaniedbanie” przez teorię firmy przedsiębiorstw, w których rozdzielenie to nie ma miejsca. Mimo, że dokonany przegląd teorii przedsiębiorstwa pokazuje raczej omijanie przez teorię przedsiębiorstwa podmiotu rozprawy niż usystematyzowany zbiór ustaleń teoretycznych na jego temat, to stanowi ważną próbę wyodrębnienia z rozbudowanych teorii tych ich fragmentów, które odnoszą się do tematu pracy.

Kolejnym rezultatem rozprawy jest dowiedzenie, iż właściwym celem funkcjonowania niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli powinno być zwiększanie wartości dla właścicieli. W pracy przedstawiono argumenty przemawiające za tym, że jest to najwłaściwsza, spośród rozważanych współcześnie, koncepcja celu przedsiębiorstwa. Ma ona przy tym tę zaletę, że oznacza w praktyce efektywne realizowanie innych celów tego rodzaju przedsiębiorstw, deklarowanych przez jego właścicieli lub też zaobserwowanych przez badaczy. W nawiązaniu do koncepcji ograniczonej racjonalności zwrócono ponadto uwagę na większą trafność określenia celu działania przedsiębiorstwa jako zwiększania wartości dla właścicieli, a nie jej maksymalizacji.

Ważnym rezultatem poznawczym rozprawy jest wyodrębnienie finansowej specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Szczególnie istotne jest widoczne w pracy postrzeganie tej specyfiki z perspektywy zarządzania przez wartość oraz jej wkomponowanie w proces tworzenia wartości. Wymagało to uprzedniego zdefiniowania pojęć wartości przedsiębiorstwa, wartości kapitału własnego i wartości dla właścicieli oraz ich odniesienia do trójfazowego procesu tworzenia wartości, przy czym poszczególnym fazom nadano nazwy bardziej odpowiadające istocie zjawisk w nich zachodzących. W szczególności opisano i wyjaśniono specyficzny dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli sposób realizowania wartości, nazwany przez autora przez-kosztowym przekazywaniem wartości właścicielom. Spojrzenie na ten proces w sposób

zaproponowany w rozprawie, tj. przez pryzmat koncepcji zarządzania przez wartość pozwala, zdaniem autora, lepiej zrozumieć jego przyczyny i motywacje właścicieli.

Zidentyfikowanie finansowej specyfiki niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli istotnie przysłużyło się do osiągnięcia głównego celu pracy. Sprowadzał on się do skonstruowania narzędzi pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej dla analizowanej grupy podmiotów. Pierwszym z rezultatów w tym zakresie jest wypracowanie metodyki dochodowej wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. W pracy zaprezentowano cztery metody szczegółowe: metodę FCFF, metodę FCFE, metodę APV oraz metodę zdyskontowanego zysku ekonomicznego. Oprócz właściwego ujmowania finansowej specyfiki analizowanych podmiotów w wycenie, zaproponowana metodyka podkreśla znaczenie właściwego uwzględniania szeregu innych uwarunkowań wpływających na szacowanie wartości rezydualnej czy kosztu kapitału, w tym uwzględniania dyskonta z tytułu braku płynności czy premii za kontrolę. Waga analizy szczególnych uwarunkowań szacowania kosztu kapitału niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli jest tym większa, że jest to element składowy wielu narzędzi pomiaru. Poza tym na uwagę zasługuje zaprezentowany algorytm wyznaczania stopy podatkowej, która jest składową formułą obliczeniowych dochodów podlegających dyskontowaniu, kosztu kapitału obcego po opodatkowaniu, jak również wielu mierników wartości kreowanej. Pozwala on na przezwycięzenie trudności związanej z szacowaniem tego elementu dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli działających w różnych formach prawnych.

Drugim z rezultatów w zakresie realizacji celu głównego rozprawy jest skonstruowanie miernika wartości dla właścicieli przydatnego dla niegiełdowych przedsiębiorstw, charakteryzujących się brakiem rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich. Aby tego dokonać, sformułowano kryteria, jakie powinien spełniać poszukiwany miernik wartości dla właścicieli. Następnie biorąc pod uwagę te kryteria, dokonano krytycznej analizy najważniejszych mierników działalności przedsiębiorstwa, zarówno tradycyjnych miar opartych na danych księgowych, jak i mierników wypracowanych w ramach koncepcji zarządzania przez wartość (EVA, SVA, CFROI i CVA, CVA_{FWC} , SEVA). Ponieważ żadna z analizowanych miar nie spełniała wypracowanych kryteriów w zadawalającym stopniu, skonstruowano nowy miernik, nazwany przez autora szacunkowym dochodem nadwyżkowym. Koncepcja szacunkowego dochodu nadwyżkowego stanowi autorską propozycję mierzenia wyniku tworzenia wartości dla właścicieli w przedsiębiorstwach niegiełdowych, w których funkcje zarządcze i właścicielskie skupione są w jednym ręku. Zaproponowana procedura szacowania szacunkowego dochodu nadwyżkowego ma ułatwić aplikację tego miernika w praktyce gospodarczej.

Podkreślić należy, że zaprezentowane narzędzia pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej przeznaczone dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli wypływają z wyraźnego rozgraniczenia pomiędzy

wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego i wartością dla właścicieli, jak również powiązania tych pojęć z różnymi fazami procesu tworzenia wartości. Stwierdzić przy tym trzeba, że zaproponowane narzędzia są względem siebie komplementarne. Jak dowiedziono w pracy, tworzenie wartości przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym zwiększania wartości dla właścicieli, jednak warunkiem dostatecznym jest jej ostateczne przekazanie właścicielom. Zatem wartość przedsiębiorstwa jest wartością potencjalną aż do momentu jej przekazania. Metody wyceny służą do pomiaru wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa na dany moment, zmierzają zatem do oszacowania wartości potencjalnej. Szacunkowy dochód nadwyżkowy służy do pomiaru wartości dla właścicieli za dany okres, zmierza zatem do oszacowania wartości przez właścicieli faktycznie realizowanej.

Ocena powyższych rezultatów pracy prowadzić może do ogólnej konkluzji, że zgromadzony w rozprawie dorobek teoretyczno-metodyczny może być przydatny zarówno dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, dostarczając narzędzi, które wesprzeć mają zarządzanie przez wartość, jak i dla podmiotów dokonujących wycen tych przedsiębiorstw. W pierwszym aspekcie chodzi głównie o zróżnicowane możliwości zastosowania szacunkowego dochodu nadwyżkowego, bądź incydentalnie, bądź okresowo w sytuacjach, w których potrzebne będzie ustalenie wykreowanej wartości dla właścicieli (np. wzajemne rozliczenia wspólników) lub też w ciągłym procesie zarządzania przedsiębiorstwem jako miary będącej podstawą ustalania celów, budowy planów i budżetów, raportowania wyników oraz motywowania pracowników. Dodać należy, że w tym kontekście wyzwaniem aplikacyjnym jest implementacja tej metodyki do systemów informatycznych. W drugim aspekcie chodzi głównie o możliwości wykorzystania przedstawionej metodyki wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli np. dla celów transakcji kupna-sprzedaży (wycena dla sprzedającego lub potencjalnego nabywcy, w tym funduszy venture capital czy private equity) czy wyceny w ramach spraw sądowych (wyceny dokonywane przez biegłych sądowych dla potrzeb rozvodu, podziału majątku, rozstrzygania sporów czy wzajemnych rozliczeń między wspólnikami).

Na zakończenie wskazać należy na odnoszące się do zaprezentowanego dorobku teoretyczno-metodycznego problemy wymagające dalszych badań.

Jak zaznaczono w pracy, wątki związane z podmiotem rozprawy pojawiają się raczej na marginesie głównych rozważań w teorii przedsiębiorstwa, a nie w ich centrum. Dlatego też wydaje się, że niegiełdowe przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli jako centralny punkt zainteresowania teorii firmy wymaga dalszych pogłębionych badań.

W ramach wyceny i kształtowania wartości niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli dostrzec można kilka obszarów wartych pogłębionych badań, które wpłynęłyby modyfikująco na przedstawione w rozprawie koncepcje. Pierwszy z nich dotyczy szacowania kosztu kapitału. Jak zaznaczono w pracy, ograniczenia najczęściej stosowanych metod, w tym głównie bazujących na

CAPM, powodują niekiedy konieczność posługiwania się metodami bardziej subiektywnymi. Opracowanie dla niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli metod szacowania kosztu kapitału własnego pozbawionych tych ograniczeń, a jednocześnie w mniejszym stopniu uzależnionych od subiektywnego osądu wyceniającego, stanowi wyzwanie dla przyszłych badań naukowych. Dotyczy to także opracowania metod szacowania kosztu kapitału w sytuacji braku dostępu do wewnętrznych danych przedsiębiorstwa. Drugim wyzwaniem jest wkomponowanie w koncepcję tworzenia wartości w niegiełdowym przedsiębiorstwie zarządzanym przez właścicieli, a w konsekwencji także uwzględnienie w narzędziach pomiaru, w sposób bardziej ścisły niż dotychczas aktywów niematerialnych. Trzecim obszarem może być wbudowanie w koncepcję wartości dla właścicieli analizowanej grupy przedsiębiorstw, a w konsekwencji także uwzględnienie w narzędziach pomiaru, rozumowania w kategoriach opcji realnych. Wydaje się, że w niektórych aspektach funkcjonowania tych przedsiębiorstw podejście opcyjne mogłoby mieć w przyszłości zastosowanie. Obecnie jednak modele ich ilościowego opisu nie są jeszcze dostatecznie dopracowane, a samo podejście w wystarczającym stopniu zobiektywizowane. Poza tym wprowadzenie tego elementu do koncepcji zarządzania przez wartość w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli może być obecnie ryzykowne ze względu na brak przygotowania tych podmiotów do przyjęcia wysokiego poziomu abstrakcji rozumowania i skomplikowania metodycznego podejścia opcyjnego. Poziom skomplikowania oraz uzależnienie doboru uwzględnianych opcji realnych od subiektywnego osądu wyceniającego stanowią na obecnym etapie badań argumenty przeciwko wprowadzaniu podejścia opcyjnego do koncepcji zarządzania przez wartość w analizowanej grupie przedsiębiorstw.

Innym wyzwaniem badawczym związanym z problematyką poruszaną w rozprawie byłaby statystyczna kwantyfikacja zjawiska przekazywania wartości właścicielom w populacji niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli. Jest to postulat chyba najtrudniejszy do realizacji, ponieważ wymagałoby to gromadzenia danych dotyczących tego zjawiska, co w sytuacji ścisłej ochrony informacji dotyczących w szczególności przez-kosztowego przekazywania wartości właścicielom spowodowanej obawą przed tym, że ich ujawnienie wzbudzi zainteresowanie służb skarbowych, wydaje się bardzo trudne.

Spis tabel

1.1. Związek pomiędzy szkołą praw własności a metodyką wyceny przedsiębiorstwa.....	39
1.2. Implikacje rozważań nad wewnętrzną i zewnętrzną własnością dla przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli.....	48
1.3. Charakterystyka różnych organizacji pod względem skłonności do przebaczenia.....	53
1.4 Przedsiębiorstwo zarządzane przez właścicieli w teorii firmy.	55
1.5. Charakterystyka głównych modeli gospodarki rynkowej.....	67
1.6. Porównanie modeli i uwarunkowań ładu korporacyjnego.....	69
1.7. Cel działalności przedsiębiorstwa w wymiarze teoretycznym i praktycznym.....	73
1.8. Stopa zwrotu i koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa.....	76
2.1. Elementy procesu zarządzania przez wartość.....	86
2.2. Warianty wpływu rodziny na przedsiębiorstwo w spółkach kapitałowych.....	96
2.3. Związki rodziny i przedsiębiorstwa w modelu zintegrowanym.....	97
2.4. Zestawienie silnych stron i słabości dużych przedsiębiorstw rodzinnych w porównaniu z dużymi podmiotami gospodarczymi z rozproszoną strukturą własności.....	99
2.5. Charakterystyka form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw w polskim ustawodawstwie.....	106
2.6. Charakterystyka form opodatkowania podatkiem dochodowym w Polsce.....	108
2.7. Rodzaje ewidencji dla poszczególnych form opodatkowania.....	109
2.8. Przekazywanie wartości właścicielom przez zysk i przez koszty – przykład liczbowy.....	119
3.1. Przesłanki wyceny przedsiębiorstw.....	128
3.2. Zależność między wskaźnikiem pokrycia odsetek, ratingiem a premią za ryzyko długu.....	168
4.1. Tabela wyboru mnożników.....	239
4.2. Najczęściej używane mnożniki w różnych branżach.....	240
4.3. Przeanalizowane mierniki w odniesieniu do kryteriów doboru miernika wartości dla właścicieli w warunkach braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich.....	251

Spis rysunków

I. Struktura pracy.....	9
1.1. Zakres podmiotowy rozprawy	14
1.2. Firmy rodzinne a przedsiębiorstwa zarządzane przez właścicieli.....	16
1.3. Podmiot rozprawy – typologia oparta na kontinuum.....	17
1.4. Właściciel, zarządzający i wykonawca na różnych etapach rozwoju przedsiębiorstwa.....	18
1.5. Wzrost a wartość przedsiębiorstwa.....	80
2.1. Związek między wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli.....	92
2.2. Etapy procesu tworzenia wartości dla właścicieli.....	93
2.3. Kryteria prowadzenia ewidencji podatkowej.....	105
3.1. Schemat wyceny metodą FCFF w przypadku ogólnym	141
3.2. Schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFF	149
3.3. Schemat wyceny metodą FCFE w przypadku ogólnym	151
3.4. Schemat wyceny przedsiębiorstwa zarządzanego przez właścicieli metodą FCFE	156
3.5. Istota metody APV	158
3.6. Sposoby szacowania efektywnej stopy podatkowej w niegiełdowych przedsiębiorstwach zarządzanych przez właścicieli	182
4.1. Przepływy podlegające dyskontowaniu – FCFF a koncepcja SVA.....	212
4.2. Istota gotówkowej stopy zwrotu z inwestycji	216
4.3. Komponenty inwestycji brutto w kalkulacji CFROI	216
4.4. Komponenty przepływów pieniężnych brutto w kalkulacji CFROI.....	217
4.5. Schemat ideowy miernika wartości dla właścicieli	228
4.6. Schemat kalkulacji szacunkowego dochodu nadwyżkowego.....	232

Bibliografia

1. J. Adamczyk, M. Szczygieł, Nadzór korporacyjny a kształtowanie oceny spółek publicznych, w: D. Zarzecki (red.), Zarządzanie Finansami, mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, t. 1
2. A.A. Alchian, H. Demsetz, Production, Information Costs, and Economic Organization, *The American Economic Review*, 1972 nr 62, s. 777-795
3. M. Augier, E. Feigenbaum, H.A. Simon – Biographical Memoirs, *Proceedings of the American Philosophical Society* vol. 147, No 2, June 2003
4. Y. Barzel, The Entrepreneur's Reward for Self-Policing, *Economic Inquiry*, Vol. XXV, January 1987, s. 103-116
5. D. Bednarski, Przekształcamy spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością w komandytową, 01.10.2007, http://hlb.pl/pl/artykuly_podatki.php?artid=688& (dostęp 10.04.2008)
6. S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG Press, Warszawa 2000
7. G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, Evidence on EVA, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 12 No 2, Summer 1999
8. G.C. Biddle, R.M. Bowen, J.S. Wallace, Does EVA beat earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values, *Journal of Accounting and Economics*, 1998 nr 24.
9. A. Black, Ph. Wright, J.E. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000
10. M. Blaug, *Metodologia ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995
11. M. Blaug, *Teoria ekonomii. Ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
12. R.E.S. Boulton, B.D. Libert, S.M. Samek, *Odczytując kod wartości*, WIG Press, Warszawa 2001
13. M. Bratnicki, T. Kraśnicka, *Przedsiębiorczość jako siła motoryczna małej firmy*, w: H. Bieniok (red.), *Zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1995
14. R.B. Brealey, S.C. Myers, *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1999
15. E.F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 1996
16. E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, PWE Warszawa 2000
17. E. Brousseau, M. Fares, *Incomplete Contracts and Governance Structures: Are Incomplete Contract Theory and New Institutional Economics Substitutes or Complements?*, w: „*Institutions, Contracts and Organization: Perspectives from New Institutional Economics*”, Claude Menard, ed. Cheltenham: Edward Elgar, 2000, s. 399-421
18. K. Byrka-Kita, Alternatywne techniki szacowania bety jako miary ryzyka – wybrane problemy, w: E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 434/2006, *Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw* nr 48, Szczecin 2006, tom 1

19. K. Byrka-Kita, Metody korygowania historycznych wartości współczynnika beta – przegląd technik, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2007
20. K. Byrka-Kita, Model wyceny aktywów kapitałowych CAPM – metodologia i wyniki testów przeprowadzonych na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406/2005, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, Szczecin 2006, tom 1
21. R. Cameron, Historia gospodarcza świata. Od paleolitu do czasów najnowszych, Wydawnictwo „Książka i Wiedza”, Warszawa 1996
22. S. Chen, J.L. Dodd, Operating Income, Residual Income And EVA™: Which Metric Is More Value Relevant?, Journal of Managerial Issues, Spring 2001, Vol. 13, Issue 1
23. S.N.S. Cheung, The Contractual Nature of the Firm, Journal of Law and Economics, vol. XXVI, April 1983, s. 1-21
24. L. Cichowski, Małe i średnie przedsiębiorstwa a innowacje, w: T. Łuczka (red.), Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szkice o współczesnej przedsiębiorczości, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007
25. R.H. Coase, The Nature of the Firm, Economica, November 1937
26. K. Cools, M. van Praag, The Value Relevance of Disclosing a Single Corporate Target: An Explorative Empirical Analysis, Tinbergen Institute Discussion Paper 2003-049/3, May 2003
27. T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm, WIG Press, Warszawa 1997
28. A. Cwynar, W. Cwynar, Ekonomiczna wartość dodana (EVA) jako element systemu zarządzania przez wartość (część I i II), Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie, nr 3/2000 i nr 4/2000
29. A. Cwynar, W. Cwynar, EVA i MVA – nowe spojrzenie na efektywność wykorzystania kapitału spółek, Rynek Kapitałowy, styczeń 1999
30. A. Cwynar, W. Cwynar, Jak zmierzyć efekty kreacji wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa – przekrój dostępnych możliwości, część I i II, Controlling i Rachunkowość Zarządcza nr 7/2000 i 8/2000
31. A. Cwynar, W. Cwynar, Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007
32. A. Cwynar, W. Cwynar, Nowe tendencje w teorii i praktyce finansów – koncepcje EVA i MVA, Rachunkowość 3/2000
33. A. Cwynar, W. Cwynar, Praktyczne problemy aplikacji EVA na gruncie polskim, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000
34. A. Cwynar, W. Cwynar, Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002
35. W. Cwynar, Ustalanie wartości zysku operacyjnego i kapitału zainwestowanego do celów kalkulacji EVA: podejście finansowe i operacyjne, Controlling i Rachunkowość Zarządcza w Firmie, nr 2/2000 oraz nr 3/2000
36. R.M. Cyert, J.G. March, A Behavioral Theory of The Firm, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey 1963

37. Sz. Cyfert, Kreowanie wartości przez organizację w perspektywie teorii firmy, w: H. Jagoda, J. Lichtarski (red.), Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – między teorią i praktyką, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1014, Wrocław 2004
38. A. Damodaran, Damodaran on Valuation: Second Edition, manuscript, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/dam2ed.htm (dostęp 10.07.2007)
39. A. Damodaran, Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, wydanie II, ONEPRESS, Gliwice 2007
40. A. Damodaran, Investment Valuation: Second Edition, John Wiley & Sons, New York 2002
41. A. Damodaran, Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount, working paper, Stern School of Business, July 2005, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 29.01.2007)
42. A. Damodaran, Relative Valuation, working paper, Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 10.03.2005)
43. A. Damodaran, Value creation and enhancement: back to the future, working paper, Stern School of Business, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 10.03.2005)
44. A. Damodaran, The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, working paper, Stern School of Business, June 2005, <http://pages.stern.nyu.edu/~ADAMODAR> (dostęp 29.01.2007)
45. H. Demsetz, The Theory of the Firm Revisited, Journal of Law, Economics, and Organization vol. 4, no. 1, Spring 1988, s. 141-161
46. A. Dmowski, Ceny transferowe, Difin, Warszawa 2006
47. M. Dobija, E. Smaga, Podstawy matematyki finansowej i ubezpieczeniowej, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Kraków 1995
48. J.L. Dodd, S. Chen, EVA: A new panacea?, Business and Economic Review, Vol. 42; July-Sept. 1996
49. P. Dominiak, Sektor MSP we współczesnej gospodarce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
50. A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2001
51. P.F. Drucker, Praktyka zarządzania, Czytelnik, Nowoczesność, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, 1998
52. P.F. Drucker, Społeczeństwo pokapitalistyczne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999
53. P.F. Drucker, Zarządzanie w XXI wieku, Muza, Warszawa 2000
54. T. Dudycz, Co mierzy EVA[®]?, w: M. Hamrol (red.), Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2005
55. T. Dudycz, Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2002
56. T. Dudycz, Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2005
57. A. Dulinić, Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 1998

58. B. Dunaj (red.), Uniwersalny słownik języka polskiego, Reader's Digest, Warszawa 2007
59. A. Ehrbar, EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa, WIG-Press, Warszawa 2000
60. L.L. Eng, S. Li, Y.T. Mak, Trends in earnings, book value and stock price relationships: an international study, wersja z 20.12.1999 roku, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 18.12.2006)
61. T. Falencikowski, Zarządzanie podatkami w MSP, w: W. Pluta (red.), Finanse małych i średnich przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2004
62. E. F. Fama, K. R. French, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, June 1992
63. P. Fernandez, The correct value of tax shields. An analysis of 23 theories, IESE Business School, working paper, 02.04.2002, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008)
64. P. Fernandez, Definition of shareholder value creation, SSRN working paper, 2001, <http://papers.ssrn.com> (dostęp 14.02.2004)
65. P. Fernandez, EVA, Economic Profit and Cash Value Added do not Measure Shareholder Value Creation, working paper, wersja z 22.05.2001 roku, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004)
66. P. Fernandez, Equivalence of the different discounted cash flow valuation methods. Different alternatives for determining the discounted value of tax shields and their implications for the valuation, IESE Business School, working paper, 02.07.1999, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004)
67. P. Fernandez, Levered and Unlevered Beta, IESE Business School, working paper, wersja z 20.04.2006, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008)
68. P. Fernandez, Three Residual Income Valuation Methods and Discounted Cash Flow Valuation, IESE Business School, working paper, wersja z 15.01.2002, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004)
69. P. Fernandez, Valuation using multiples. How do analysts reach their conclusions?, IESE Business School, working paper, 04.06.2001, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 14.02.2004)
70. P. Fernandez, Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories, IESE Business School, working paper, 27.12.2006, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 10.03.2008)
71. P. Fernandez, L. Reinoso, Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA. Year 2001, Research Paper nr 485 (dostęp 14.02.2004)
72. K. Foss, N. Foss, Assets, Attributes and Ownership, Copenhagen Business School, Institut for Industriøkonomi og Virksomhedsstrategi, Working Paper 2000-3, 5th revision, 9. January 2000
73. N.J. Foss, Capabilities and the Theory of the Firm, Danish Research Unit for Industrial Dynamics (DRUID), Working Paper No. 96-8, czerwiec 1996, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
74. N.J. Foss, Edith Penrose and the Penrosians – or, why there is still so much to learn from The Theory of the Growth of the Firm, prepared for a Special Issue of Cahiers de l'ISMEA – Série Oeconomica, revised 14.01.1998, <http://ep.lib.cbs.dk/download/ISBN/8778690196.pdf> (dostęp 04.12.2007)
75. N.J. Foss, Thorstein B. Veblen: Precursor of the Competence-Based Approach to the Firm, DRUID Working Paper No. 96-15, November 1996

76. N.J. Foss, P.G. Klein, Entrepreneurship and the Economic Theory of the Firm: Any Gains from Trade?, Working Paper No. 2004-09, University of Missouri – Columbia, Contracting and Organizations Research Institute, August 2004
77. N.J. Foss, P.G. Klein, The Theory of the Firm and Its Critics: A Stocktaking and Assessment, prepared for J.-M. Glachant and E. Brousseau (eds.) „New Institutional Economics: A Textbook”, Cambridge: Cambridge University Press, wersja z 22.08.2005, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
78. W. Frąckowiak (red.), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 1998
79. W. Frąckowiak, Przedsiębiorstwo w gospodarce rynkowej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, maszynopis powielony, Poznań 1996
80. R.E. Freeman, K. Martin, B. Parmar, Stakeholder Capitalism, *Journal of Business Ethics* 2007/74, s. 303-314
81. R.E. Freeman, J. McVea, A Stakeholder Approach to Strategic Management, Darden Graduate School of Business Administration, Working Paper No. 01-02, 2001, forthcoming in: M. Hitt, E. Freeman, J. Harrison (red.), *Handbook of Strategic Management*, Oxford, Blackwell Publishing, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 29.01.2008)
82. W. Gabrusewicz, Podstawy analizy finansowej, PWE, Warszawa 2002
83. A. Gabryś, Zarządzanie wartością spółki w kontekście teorii chaosu, w: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2006
84. G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 1999
85. J. Gierusz, Zmiany w ustawie o rachunkowości 2001/2002, Ośrodek doradztwa i doskonalenia kadr sp. z o.o., Gdańsk 2001
86. S. Gillan, Corporate Governance, EVA and Shareholder Value, An Interview with Joel Stern, *Journal of Applied Corporate Finance*, spring/summer 2004, vol. 16, nr 2-3
87. J. Godłów-Legiędź, Główny nurt współczesnej ekonomii: od formalizmu do nowego instytucjonalizmu, Aneks do wydania polskiego w: H. Landreth, D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
88. G. Gołębiowski, Miejsce i znaczenie małych i dużych przedsiębiorstw na rynku, Monografie i opracowania pt. *Finanse przedsiębiorstwa*, red. J. Ostaszewski, SGH 2005
89. M. Gorynia, *Zachowania przedsiębiorstw w okresie transformacji. Mikroekonomia przejścia*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998
90. I. Górowski, Creative accounting czyli upiększanie sprawozdań finansowych, *Ekspert: Rachunkowość i Finanse*, nr 1 / 1998
91. A. Grabowska, Menedżer nie korzysta z podatkowych przywilejów, *Rzeczpospolita* 09.01.2008
92. R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004
93. S. Grossman, O. Hart, The costs and benefits of ownership. A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, vol. 94, No. 6, 1986, s. 691-719
94. T. Gruszecki, *Przedsiębiorca w teorii ekonomii*, CEDOR, Warszawa 1994

95. T. Gruszecki, Współczesne teorie przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002
96. P. Gut, Kreatywna księgowość a fałszowanie sprawozdań finansowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2006
97. O. Hart, Hold-up, Asset Ownership, and Reference Points, Working Paper, Harvard University, April 2007 (revised, September 2007), <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart> (dostęp 04.12.2007)
98. O. Hart, Reference Points and the Theory of the Firm, Working Paper, Harvard University, August 2007, <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart> (dostęp 04.12.2007)
99. O. Hart, J. Moore, Cooperatives vs. Outside Ownership, NBER Working Paper 6421, February 1998, <http://www.nber.org/papers/w6421> (dostęp 04.12.2007)
100. O. Hart, J. Moore, Incomplete Contracts and Ownership: Some New Thoughts, Working Paper, January 2007, <http://www.economics.harvard.edu/faculty/hart> (dostęp 04.12.2007)
101. O. Hart, J. Moore, Property rights and the nature of the firm, Journal of Political Economy, vol. 98, No. 6, 1990, s. 1119-1158
102. O. Hart, J. Moore, The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership, Oxford Review of Economic Policy, vol. 12, No. 4, 1996, s. 53-69
103. R.A. Haugen, Nowa nauka o finansach, WIG Press, Warszawa 1999
104. J.H. van Heerden de Wet, A strategic approach in managing shareholders' wealth for companies listed on the JSE securities exchange South Africa, University of Pretoria etd., Pretoria 2004, <http://upetd.up.ac.za/thesis/available/etd-08192004-125904> (dostęp 27.02.2007)
105. E.A. Helfert, Techniki analizy finansowej, PWE, Warszawa 2004
106. B. Holmström, Moral hazard in teams, Bell Journal of Economics, vol. 13, No. 2 (Autumn), 1982, s. 324-340
107. Inwestorzy w obrotach giełdowych w 2009 roku - podsumowanie, http://gpw.pl/zrodla/gpw/prezentacje/Inwestorzy_gieldowi_2009.ppt (dostęp 13.03.2010)
108. J. Iwin, Z. Niedzielski, Rzeczowy majątek trwały. Amortyzacja i inwestycje rzeczowe w finansach przedsiębiorstw, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002
109. K. Jajuga, T. Jajuga, Inwestycje, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
110. A. Jaki, Wycena przedsiębiorstwa, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006
111. A. Jaki, T. Rojek, Zorientowanie na wartość jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000
112. M.C. Jensen, Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 14, No. 3, Fall 2001, s. 8-21
113. M.C. Jensen, W.H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October 1976, V. 3, No. 4, s. 305-360, <http://papers.ssrn.com/abstract=94043> (dostęp 15.11.2007)
114. M. Jerzemowska, Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002

115. J. Jeżak, W. Popczyk, A. Winnicka-Popczyk, *Przedsiębiorstwo rodzinne. Funkcjonowanie i rozwój*, Difin, Warszawa 2004
116. A. Kaczmarek, *Podwójne opodatkowanie w spółce*, Gazeta Finansowa 16.05.2008
117. A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006
118. R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna karta wyników*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002
119. S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska, *Kapitał intelektualny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006
120. C.A. Kent, *Rola przedsiębiorcy w gospodarce*, w: D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli (red.), *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ Solidarność, Gdańsk 1991
121. T. Kiziukiewicz, K. Sawicki, *Rachunkowość małych firm*, PWE, Warszawa 1998
122. B. Klein, R.G. Crawford, A.A. Alchian, *Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process*, *Journal of Law and Economics* 21/1978, s. 297-326
123. J.A. Knight, *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York 1998
124. P. Kossecki, *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008
125. Ph.C. Kotler, D.C. Jain, S. Maesincee, *Marketing nie stoi w miejscu. Nowe spojrzenie na zyski, wzrost i odnowę*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 2002
126. A. Kowalski, *Rośnie premia za kontrolę*, *Finansista* nr 3 (16), marzec 2003
127. A. Kozłowska, *Alternatywne teorie zachowania przedsiębiorstw*, w: D. Kopycińska (red.), *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, Printgroup, Szczecin 2006
128. J.K. Kramer, G. Pushner, *An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added*, *Financial Practice and Education*, Spring/Summer 1997
129. T. Kraśnicka, *Przedsiębiorca, przedsiębiorczość, przedsiębiorstwo*, w: H. Bieniok (red.), *Podstawy zarządzania przedsiębiorstwem, część I*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1997
130. J. Krawczyk, *Spółka cywilna – wybrane problemy podatkowe*, *Doradca Podatnika* 48/2004, http://www.e-podatnik.pl/artukul/doradca_podatnika/3145/Spolka_cywilna_8211_wybrane_problemy_podatkowe.html (dostęp 18.06.2008)
131. H. Landreth, D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005
132. K. Lehn, A. K. Makhija, *EVA & MVA as performance measures and signals for strategic change*, *Strategy & Leadership*, May/June 1996
133. H. Leibenstein, *Allocative Efficiency vs. „X-efficiency”*, *American Economic Review*, 56 (3), June 1966, s. 392-415
134. H. Leibenstein, *Poza schematem „homo oeconomicus”*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1988

135. M. Lewandowski, Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych, WIG-Press, Warszawa 2001
136. J. Lichtarski (red.), Podstawy nauki o przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005
137. R. Lisowska, Bariery rozwoju działalności innowacyjnej małych i średnich przedsiębiorstw na terenach wiejskich na przykładzie województwa łódzkiego, w: N. Daszkiewicz (red.), Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szanse i zagrożenia rozwoju, CeDeWu, Warszawa 2007
138. H. Litwińczuk, Prawo podatkowe przedsiębiorców, Wydawnictwo KiK, Warszawa 2000
139. H. Litwińczuk, Prawo podatkowe przedsiębiorców, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2006
140. J. Low, P.C. Kalafut, Niematerialna wartość firmy, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004
141. T.A. Luehrman, Using APV: A Better Tool for Valuing Operations, Harvard Business Review, May-June 1997
142. R. Machała, Praktyczne zarządzanie finansami firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001
143. B.J. Madden, CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm, Butterworth Heinemann, Oxford 1999
144. E. Maekelaenen, Economic Value Added as a Management Tool, Helsinki School of Economics and Business Administration, Department of Accounting and Finance, wersja z 09.02.1998 roku, www.evanomics.com (dostęp 11.05.2004)
145. E. Majewska, A. Kolesnik, Podatki w firmie małżonków, Rzeczpospolita z dnia 11.06.2007
146. U. Malinowska, Dylematy wyceny przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli, w: E. Urbańczyk (red.), Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2007
147. M. Marcinkowska, Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
148. M. Marcinkowska, Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004
149. J.G. March, H.A. Simon, Teoria organizacji, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1964
150. R. Marris, A Model of the „Managerial” Enterprise, The Quarterly Journal of Economics, Vol. LXXVII, May, 1963, No. 2
151. R. Marris, The Economic Theory of Managerial Capitalism, Macmillan, London 1964
152. A. Marshall, Principles of Economics, 8th edition, Macmillan and Co., Ltd. New York 1920 (first edition published 1890), book II, chapter IV, paragraph II.IV.11, <http://www.econlib.org/library/Marshall/marP.html> (dostęp 15.11.2006)
153. J.D. Martin, J.W. Petty, Value-Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Harvard Business School Press, Boston 2000
154. E. Mączyńska, Nieuczciwych metod księgowych nie powinno określać się jako kreatywne, Rzeczpospolita 09.08.2002

155. M.J. Mephram, The residual income debate, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 7 (2), 1980
156. M.J. Mephram, Robert Hamilton's Contribution to Accounting, *The Accounting Review*, Vol. 58, nr 1, January 1983
157. M. Michalski, Ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2000
158. M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa 2001
159. G. Mikołajewicz, Koszty pierwszych ofert publicznych a dyskonto z tytułu braku płynności (na podstawie IPO na GPW w Warszawie), w: W. Tarczyński (red.), *Rynek kapitałowy – skuteczne inwestowanie*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 10, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008
160. G. Mikołajewicz, Pierwsze oferty publiczne (IPO) na GPW w Warszawie w roku 2006 – koszty emisji, w: J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007
161. G. Mikołajewicz, J. Nowicki, Przydatność ekonomicznej wartości dodanej (EVA) w ocenie tworzenia wartości, w: E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa – teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 406/2005, Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw nr 43, Szczecin 2005, tom 1
162. J.A. Miles, J.R. Ezzell, The Weighted Average Cost of Capital, Perfect Capital Markets and Project Life: A Clarification, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. XV, No. 3, September 1980
163. R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2005
164. W. Misiński, Grupy interesów a cele działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, w: J. Lichtarski (red.), *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005
165. F. Modigliani, M.H. Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, June 1958, vol. 48 (3)
166. F. Modigliani, M.H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, June 1963, vol. 53 (3)
167. R.A. Morin, S.L. Jarrell, *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*, McGraw-Hill, New York 2001
168. B. Muszyńska, *Przewodnik po znowelizowanej ustawie o rachunkowości*, Usługowy Zakład Rachunkowości Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, Poznań-Łódź 2001
169. H.M. Müller, K. Wärneryd, Inside vs Outside Ownership: A Political Theory of the Firm, Discussion Paper No. 01-12, German Economic Association of Business Administration – GEABA, 12.12.2000, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
170. R. Myers, Metric Wars, CFO – The Magazine for Senior Financial Executives, October 1996 (Vol. 12)
171. S.C. Myers, Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions – Implications for Capital Budgeting, *The Journal of Finance*, vol. XXIX, No. 1, March 1974

172. M. Nasiłowski, System rynkowy. Podstawy mikro- i makroekonomii, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004
173. R.R. Nelson, Why do firms differ, and how does it matter?, *Strategic Management Journal*, Vol. 12, 1991, s. 61-74
174. R.R. Nelson, S.G. Winter, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press, Cambridge 1982
175. D. Neuberger, What's Common to Relationship Banking and Relationship Investing? Reflections within the Contractual Theory of the Firm, University of Rostock, September 2005, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 22.11.2007)
176. J.A. Nickerson, T.R. Zender, A Knowledge-based Theory of the Firm. The Problem-solving Perspective, 13.01.2004, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
177. B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007
178. A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009
179. B. Nooteboom, Elements of a cognitive theory of the firm, Paper for symposium on cognition & economics, Great Barrington MA. USA, 17-20 July 2003, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
180. J. Nowicki, Ekonomiczna wartość dodana i „granie” kapitałem zainwestowanym, w: J. Duraj (red.), *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007
181. J. Nowicki, Rynkowa wartość dodana jako miernik wartości dla akcjonariuszy, w: E. Urbańczyk (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa; Stan aktualny i perspektywy rozwoju*, Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2003
182. J. Nowicki, Wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA) jako miernik w nurcie zarządzania przez wartość (VBM), w: S. Wrzosek (red.), *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 9 (1209), Wydawnictwo UE we Wrocławiu, Wrocław 2008
183. K. Obłój, *Strategia organizacji*, PWE, Warszawa 1998
184. P. Ostaszewicz, M. Panfil, Specyfika wyceny małych przedsiębiorstw, w: A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999
185. J. Ostaszewski, G. Gołębiowski, P. Russel, Fiskalne determinanty rozwoju małej i średniej przedsiębiorczości w Polsce. Wyniki badań empirycznych, referat na konferencję naukową w Mikołajkach w 2004 roku
186. E. Ottosson, F. Weissenrieder, Cash Value Added – a new method for measuring financial performance, working paper, Study No 1996:1, <http://papers.ssrn.com> (dostęp 11.06.2006)
187. E. Penrose, Foreword to the Third Edition, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press 1995
188. E. Penrose, Research on the Business Firm Limits to the Growth and Size of Firms, *The American Economic Review*, Vol. 45, No. 2, May 1955, s. 531-543
189. E. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford, Blackwell, 1959
190. J.W. Petty, A.J. Keown, D.F. Scott, J.D. Martin, *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993

191. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa menedżerska, Biuletyn Rachunkowości nr 24 z dnia 15.12.2007
192. M. Piotrowska, Ewidencja i rozliczanie wynagrodzeń właścicieli spółek – umowa o pracę, Biuletyn Rachunkowości nr 23 z dnia 01.12.2007
193. W. Pluta, Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach, PWE, Warszawa 2009
194. K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Pomiar tworzonej wartości w systemie zarządzania wartością, w: A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), Value Based Management – koncepcje, narzędzia, przykłady, Poltext, Warszawa 2006
195. M. Porter, Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów, PWE, Warszawa 1994
196. M. Poszwa, Zarządzanie podatkami w małej i średniej firmie, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007
197. J. Potts, „X-Eficacy” vs X-Efficiency, rozdział przygotowany do pracy zbiorowej: Roger Frantz (red.), „Renaissance in Behavioral Economics”, Routledge 2006, <http://www-rohan.sdsu.edu/~frantz/docs/Potts.pdf> (dostęp 16.11.2007)
198. C.K. Prahalad, G. Hamel, The Core Competence of the Corporation, Harvard Business Review, May-June 1990, s. 79-91
199. S.P. Pratt, R.J. Grabowski, Cost of Capital: Applications and Examples. Third Edition, John Wiley and Sons, Hoboken 2008
200. R.G. Rajan, L. Zingales, Power in a Theory of the Firm, pierwsza wersja pt. Implicit Property Rights in a Theory of the Firm, University of Chicago & NBER 2001, forthcoming in the Quarterly Journal of Economics, <http://ssrn.papers.com> (dostęp 15.02.2006)
201. A. Rappaport, Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora, WIG – Press, Warszawa, 1999
202. M. Ratajczak, R. Szulc, Historyczne korzenie ekonomii głównego nurtu, w: M. Ratajczak (red.), Współczesne teorie ekonomiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005
203. M. Ratajczak (red.), Współczesne teorie ekonomiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005
204. F.K. Reilly, K.C. Brown, Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem, PWE, Warszawa 2001, t. 1
205. M. Rekowski, Wprowadzenie do mikroekonomii, Polsoft – Wrokopa, Poznań 1997
206. J.M. Risius, Business Valuation: A Primer For The Legal Professional, American Bar Association, Chicago 2007
207. Z.B. Romanow, Historia myśli ekonomicznej w zarysie, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1999
208. S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, Finanse przedsiębiorstw, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999
209. R.P. Rumelt, Towards a strategic theory of the firm, w: R.B. Lamb (red.), Competitive Strategic Management, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ 1984, s. 556-570
210. A. Rutkowski, Ekonomiczna wartość dodana w fuzjach i przejęciach, Uniwersytet Szczeciński – materiały, konferencje, nr 49/2000

211. A. Rutkowski, Ekonomiczna wartość dodana w ocenie organizacji gospodarczej, Przegląd Organizacji, styczeń 1999
212. K. Safin, Przedsiębiorstwa rodzinne – istota i zachowania strategiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007
213. P. Sankowski, Menedżerski podatek, <http://www.twoja-firma.pl/pl/artykul/416.html> (dostęp 30.05.2008)
214. K. Sawicki, O polityce bilansowej raz jeszcze, Serwis Finansowo-Księgowy, 1997 nr 50 (140)
215. K. Sawicki, K. Czubakowska, Polityka bilansowa i jej dylematy, Rachunkowość, 1996 nr 7
216. J.A. Schumpeter, Kapitalizm, socjalizm, demokracja, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995
217. J. Schumpeter, Teoria rozwoju gospodarczego, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1960
218. A. Shleifer, R.W. Vishny, A Survey of Corporate Governance, NBER Working Paper 5554, April 1996, <http://www.nber.org/papers/w5554> (dostęp 04.12.2007)
219. M. Sierpińska, Polityka dywidend w spółkach kapitałowych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999
220. H.A. Simon, Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1976
221. H.A. Simon, Rational Decision Making in Business Organizations, The American Economic Review, vol. 69 No. 4, September 1979, s. 493-513
222. W. Skoczylas, Koncepcja Cash Value Added w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa, Przegląd organizacji, nr 6/2000
223. W. Skoczylas, Ogólne problemy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: W. Skoczylas (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007
224. W. Skoczylas, Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 1998
225. W. Skoczylas, Wielokierunkowa ocena rentowności przedsiębiorstw, w: E. Urbańczyk (red.), Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001
226. A. Smith, Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1954
227. U. Smółkowska, Stan rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, programy wsparcia realizowane przez państwo oraz absorpcja środków przedakcesyjnych, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu, Informacja nr 1051, czerwiec 2004
228. M. Sobczyk, Matematyka finansowa, Agencja Wydawnicza „Placet”, Warszawa 1997
229. M. Sobczyk, Statystyka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998
230. K. Sobiech, B. Woźniak, Ekonomia instytucjonalna, w: M. Ratajczak (red.), Współczesne teorie ekonomiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005

231. K. Sobiech, B. Woźniak, Historyczne korzenie współczesnej ekonomii alternatywnej, w: M. Ratajczak (red.), Współczesne teorie ekonomiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005
232. K. Sobiech, B. Woźniak, Inne nurty współczesnej ekonomii alternatywnej, w: M. Ratajczak (red.), Współczesne teorie ekonomiczne, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005
233. J.K. Solarz, Wpływ jakości nadzoru korporacyjnego na wartość spółki, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), „Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa”, Difin, Warszawa 2006
234. A. Stabryła, Zarządzanie strategiczne w teorii i praktyce firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa – Kraków 2000
235. R. Steiner, Kalkulacje finansowe, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000
236. G.B. Stewart, Accounting is broken. Here's how to fix it. A radical manifesto, EVALUATION – Stern Stewart Research, Vol. 5 Issue 1, September 2002, <http://www.sternstewart.com/content/evaluation/info/092002.pdf> (dostęp 19.06.2004)
237. G.B. Stewart, The Quest for Value. A Guide for Senior Managers, HarperBusiness, New York 1991
238. J.W. Stoelhorst, The Naturalist View of Universal Darwinism: An Application to the Evolutionary Theory of the Firm, University of Amsterdam, Paper presented at the EAEPE 2002 Conference 'Complexity and the Economy: Implications for Economic Policy', 7-10.11.2002, Aix-en-Provence, France
239. J.W. Stoelhorst, E.M. van Raaij, On explaining performance differentials. Marketing and the managerial theory of the firm, Journal of Business Research 5721 (2002), s. 1-16
240. J.A.F. Stoner, R.E. Freeman, D.R. Gilbert, jr., Kierowanie, PWE, Warszawa 1999
241. L.A. Stout, Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy, Southern California Law Review, 2002, vol. 75, s. 1189-1209
242. M. Stradomski, Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, Poznań 2006
243. Strategor, Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość, PWE, Warszawa 1999
244. D. Stronka, Pomiar efektywności wykorzystania majątku według koncepcji kapitału zainwestowanego, w: D. Zarzecki (red.), Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003
245. M. Strużycki (red.), Zarządzanie małym i średnim przedsiębiorstwem. Uwarunkowania europejskie, Difin, Warszawa 2002
246. S. Sudoł, Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem, PWE, Warszawa 2006
247. Ł. Sułkowski, Kapitał ludzki w przedsiębiorstwie rodzinnym, w: D. Kopycińska (red.), Kapitał ludzki jako czynnik rozwoju społeczno-gospodarczego, Wydawnictwo: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2006
248. Ł. Sułkowski, Organizacja a rodzina. Więzy rodzinne w życiu gospodarczym, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 2004

249. Ł. Sułkowski, Przedsiębiorczość w firmach rodzinnych w Polsce – wnioski z badań, w: D. Kopycińska (red.), Konkurencyjność rynku pracy i jego podmiotów, Wydawnictwo: Katedra Mikroekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005
250. Ł. Sułkowski, A. Marjański, Firmy rodzinne – jak osiągnąć sukces w sztafecie pokoleń, Poltext, Warszawa 2009
251. C. Suszyński, Teoria przedsiębiorstwa – materiał do wykładu, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005/2006, <http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzp/dydaktyczna/wyklad1/> (dostęp 21.11.2007)
252. A. Szablewski, Budowanie wartości firmy: wykup własnych akcji, CEO Magazyn Top Menedżerów, luty 2006, <http://ceo.cxo.pl> (dostęp 01.05.2008)
253. A. Szablewski, Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji, w: A. Szablewski (red.), Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków, Poltext, Warszawa 2000
254. A. Szablewski, Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa, w: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2006
255. A. Szablewski (red.), Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków, Poltext, Warszawa 2000
256. P. Szczepankowski, Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007
257. J. Szpak, Historia gospodarcza powszechna, PWE, Warszawa 2001
258. Z. Szymanek, Niektóre problemy socjologii gospodarki w ujęciu Ludwika Krzywickiego, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia, vol. XXIV, 11, sectio I, Lublin 1999
259. P. Szymański, Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Petros, Łódź 2007, <http://zbc.uz.zgora.pl/Content/8527/index0.htm> (dostęp 24.01.2008)
260. G.K. Świdarska, W. Więclaw (red.), Sprawozdanie finansowe bez tajemnic, Difin, Warszawa 2006
261. Value-Based Management. Definition, Konzeption und Implementierung, VCC-Value Competence Consulting, <http://www.exchangeba.com/download/value-based-management.pdf> (dostęp 06.02.2008)
262. Valuing companies – a star to sail by, The Economist, 2 sierpnia 1997, Vol. 344 Issue 8028
263. G. Voss, A. Tokarski, M. Tokarski, Księgowość w małej i średniej firmie. Uproszczone formy ewidencji, CeDeWu, Warszawa 2007
264. K. Wach, Systemy podatkowe krajów Unii Europejskiej, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005
265. V. Waiss, Kreatywna rachunkowość – nadużycie prawa czy polityka bilansowa?, artykuł z dnia 26.07.2004, www.biznespolska.pl (dostęp 24.10.2006)
266. T. Waśniewski, W. Gos, Rachunkowość przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, t. II
267. T. Waśniewski, W. Skoczylas, Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002

268. T. Waśniewski, W. Skoczylas, Wartość poznawcza nadwyżki pieniężnej przy ocenie efektywności gospodarowania przedsiębiorstwa, *Rachunkowość*, 10/1998
269. F. Weissenrieder, Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?, *Gothenburg Studies in Financial Economics*, Study No 1997:3, 1998, www.anelda.com (dostęp 20.06.2003)
270. E. Więcek-Janka, Przedsiębiorstwa rodzinne w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw, w: T. Łuczka (red.), *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Szkice o współczesnej przedsiębiorczości*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2007
271. J. Wilkin, *Jaki kapitalizm, jaka Polska?*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995
272. O.E. Williamson, *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998
273. S.D. Young, S.F. O'Byrne, *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, 2001
274. H. Zadora, *Wycena przedsiębiorstwa w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005
275. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999
276. D. Zarzecki, *Wybrane problemy wyceny firm medycznych*, w: S. Wrzosek (red.), *Praktyczne aspekty pomiaru efektywności*, *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu nr 1061*, Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2005
277. A. Żołnierski (red.), *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2007-2008*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2009
278. http://www.aliorbank.pl/pl/biuro_maklerskie/centrum_publicacji/rentownosc_obligacji (dostęp 29.01.2010)
279. <http://pages.stern.nyu.edu> (dostęp 29.01.2010)
280. <http://www.eva.com> (dostęp 17.11.2003)
281. <http://files.libertyfund.org> (dostęp 18.11.2007)

Spis aktów prawnych

1. Dyrektywa Komisji z dnia 25 czerwca 1980 r. w sprawie przejrzystości stosunków finansowych między Państwami Członkowskimi a przedsiębiorstwami publicznymi, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 195 z 29.7.1980
2. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie prowadzenia podatkowej księgi przychodów i rozchodów, z dnia 26 sierpnia 2003 r., Dz. U. 2003 nr 152 poz. 1475, z późn. zm.
3. Ustawa Kodeks cywilny, z dnia 23 kwietnia 1964 r., Dz. U. 1964 nr 16 poz. 93, z późn. zm.
4. Ustawa Kodeks pracy, z dnia 26 czerwca 1974 r., Dz. U. 1974 nr 24 poz. 141, z późn. zm.
5. Ustawa Kodeks spółek handlowych, z dnia 15 września 2000 r., Dz. U. 2000 nr 94 poz. 1037, z późn. zm.
6. Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi, z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538
7. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, z dnia 29 lipca 2005 r., Dz. U. 2005 nr 184 poz. 1539
8. Ustawa o podatku dochodowym od osób fizycznych, z dnia 26 lipca 1991 r., Dz. U. 1991 nr 80 poz. 350, z późn. zm.
9. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, z dnia 15 lutego 1992 r., Dz. U. 1992 nr 21 poz. 86, z późn. zm.
10. Ustawa o podatku od towarów i usług, z dnia 11 marca 2004 r., Dz. U. 2004 nr 54 poz. 535, z późn. zm.
11. Ustawa o rachunkowości, z dnia 29 września 1994 r., Dz. U. 1994 nr 121 poz. 591, z późn. zm.
12. Ustawa o swobodzie działalności gospodarczej, z dnia 2 lipca 2004 r., Dz. U. 2004 nr 173 poz. 1807, z późn. zm.
13. Ustawa o systemie ubezpieczeń społecznych, z dnia 13 października 1998 r., Dz. U. 1998 nr 137 poz. 887, z późn. zm.
14. Ustawa o zryczałtowanym podatku dochodowym od niektórych przychodów osiąganych przez osoby fizyczne, z dnia 20 listopada 1998 r., Dz. U. 1998 nr 144 poz. 930, z późn. zm.
15. Ustawa Prawo bankowe, z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz. U. 1997 nr 140 poz. 939, z późn. zm.
16. Ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze, z dnia 28 lutego 2003 r., Dz. U. 2003, nr 60 poz. 535, z późn. zm.
17. Zalecenie Komisji Europejskiej z dnia 6 maja 2003 r. dotyczące definicji przedsiębiorstw mikro, małych i średnich, 2003/361/WE notyfikowanego jako dokument C(2003) 1422, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej L 124, 20.05.2003