

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Piotr Szymański

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

PROPOZYCJA NOWEGO STANDARDU WARTOŚCI UWZGLĘDNIAJĄCEGO KOSZTY ZEWNĘTRZNE

Streszczenie: W artykule zwrócono uwagę na problem internalizacji kosztów zewnętrznych, który możemy obserwować od wielu lat i który najprawdopodobniej przybierze na sile w przyszłości. W związku z tym istniejące standardy wartości wydają się niewystarczające do opisywania rzeczywistości. Dziś bowiem, wyceniając przedsięwzięcie biznesowe (przedsiębiorstwo) na podstawie standardów wyceny, nie można ocenić, czy przedsięwzięcie to spełnia warunek efektywności Kaldora-Hicksa czy też Pareto. W tym kontekście z punktu widzenia wyceny przedsiębiorstw nowy standard wartości uwzględniający koszty zewnętrzne, jakie generuje przedsiębiorstwo, może wnieść nową perspektywę w wycenie.

Słowa kluczowe: standardy wartości, koszty prywatne, efekty zewnętrzne, koszty zewnętrzne, efektywność wg Pareto, efektywność wg Kaldora-Hicksa.

1. Wstęp

W wielu krajach od lat, a w Polsce od niedawna istnieją standardy wyceny biznesowej – wyceny przedsiębiorstw (*business valuation standard*), które wykorzystywane są w praktyce gospodarczej. Standardy te to ogólne modele rzeczywistości, zawierające w sobie zarówno elementy ekonomii pozytywnej opisujące, co jest istotne dla rynków przy ocenie wartości, jak i ekonomii normatywnej wskazujące na czynności, jakich powinniśmy dokonać, aby określić wartość. Standardy wyceny odpowiadają na pytania: Od czego zależy wartość przedsięwzięcia inwestycyjnego (a szerzej przedsiębiorstwa, częściej wkładów właścicieli)? Jakie kroki należy podjąć, aby określić wartość? Standardy wyceny wskazują na zależności między celami wyceny, standardami wartości i metodami wyceny. Określają konieczne obszary analizy, które umożliwią identyfikację kluczowych czynników wartości, zwracają również uwagę na problem konfliktu interesów w procesie wyceny.

Jednym ze wstępnych etapów procesu wyceny jest określenie celu wyceny, standardu wartości oraz metod wyceny. Jest to zarazem jeden z kluczowych elementów decydujących o poprawności wyceny. Pierwszoplanową kwestią jest określenie celu wyceny, co wynika z potrzeb artykułowanych przez zleceniodawcę wyceny lub z przepisów prawa, następnym krokiem jest rozważenie, jaki standard warto-

ści będzie odpowiedni dla określonego celu wyceny, to natomiast pozwala dobrać odpowiednie metody wyceny. Zważywszy na wagę wstępnego etapu wyceny, należy przyrzeć się bliżej tej problematyce. Stąd też przedmiotem zainteresowania artykułu są standardy wartości wykorzystywane w procesie wyceny (zdefiniowane przez standardy wyceny). Według słownika terminów uzgodnionego przez północnoamerykańskie organizacje zajmujące się standaryzacją wyceny przedsiębiorstw (American Institute of Certified Public Accountants, American Society of Appraisers, National Association of Certified Valuation Analysts, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators oraz The Institute of Business Appraisers), standardy wartości definiowane są jako identyfikacja typu wartości, który jest wykorzystywany w specyficznym, określonym zadaniu, potrzebie [<https://cicbv.ca/glossary/>]. Stąd też każdemu standardowi wartości odpowiada inna optyka, inna perspektywa wyceny. Istniejące standardy wartości są efektem ponadstuletnich interakcji głównie w obszarze praktyki gospodarczej i praktyki sądowej. Wątpliwość, jaka się nasuwa, to czy istniejące standardy wartości wyczerpują dzisiejsze potrzeby informacyjne. Czy istniejące w ramach standardów wyceny standardy wartości są wystarczające do opisywania rzeczywistości, biorąc pod uwagę dzisiejszy stan wiedzy? Czy np. dziś, wyceniając przedsięwzięcie biznesowe (przedsiębiorstwo) na podstawie standardów wyceny, można ocenić, czy przedsięwzięcie to spełnia warunek efektywności wg Pareto lub wg Kaldora-Hicksa? Czy też potrzebny jest nowy standard wartości, który będzie uwzględniał dodatkową optykę, obejmującą poza kosztami prywatnymi także istotne koszty zewnętrzne?

Celem artykułu jest odpowiedź na powyższe pytania oraz zaproponowanie standardu, uwzględniającego istotne koszty zewnętrzne, które w przyszłości mogą się stać kosztami prywatnymi. Do osiągnięcia tak postawionego celu niezbędne jest omówienie problemu umowności terminów w ekonomii i praktyce ekonomicznej, przy szczególnym nacisku na problem korzystania ze wspólnych zasobów i wiążących się z tym kosztów efektów zewnętrznych oraz tendencji do rozliczania kosztów efektów zewnętrznych na koszty prywatne. Następnie przeanalizowane zostaną obecnie istniejące standardy wartości ze wskazaniem, że istnieje potrzeba stworzenia nowego standardu, który będzie uwzględniał owe koszty zewnętrzne.

2. Problem umowności kluczowych terminów ekonomicznych i ich wpływu na wartość biznesu

Terminy ekonomiczne i ich sens zmieniały się na przestrzeni wieków zarówno wraz z rozwojem teorii ekonomii, innych dyscyplin naukowych, jak i procesami zachodzącymi w gospodarce oraz zmianami naszej percepcji. Na przestrzeni dziejów np. różnie definiowano zysk i odmiennie tłumaczono sposób jego powstawania. Podobnie rzecz się ma ze zmieniającymi się w czasie wyjaśnieniami wartości określonych dóbr. Także dziś definiowanie wielu pojęć budzi kontrowersje, poszczególnie

szkoły, grupy zwolenników opowiadają się za określoną definicją danego terminu / pojęcia. Sytuacja o tyle jest jeszcze skomplikowana, że istnieją liczne zależności między poszczególnymi kategoriami pojęć / terminów. W efekcie cały system ekonomicznych pojęć można porównać do budowy konstrukcji na niestabilnym gruncie.

Powyższy problem dotyczy też terminu „wartość” i pojęć, które na tę wartość wpływają. W przeszłości, ale także obecnie, np. w zależności od systemu gospodarczego i poziomu rozwoju cywilizacyjnego, nie wszystkie koszty związane z danym biznesem były lub są ponoszone przez podmiot prowadzący dany rodzaj biznesu. Przykładem z przeszłości może być niewolnictwo, w którym nie uwzględniano kosztów pracy. Natomiast obecnie część kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwa w krajach rozwiniętych nie jest uwzględniana przez przedsiębiorstwa funkcjonujące w niektórych krajach rozwijających się czy też w państwach upadłych. Problem dotyczy kosztów, jakie powstają w związku z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością (w tym kosztów zewnętrznych), i kosztów, jakie faktycznie ponosi przedsiębiorstwo (kosztów prywatnych). Proporcje między tymi dwoma kategoriami zmieniają się w czasie (przez szereg lat wiele kosztów dziś uznanych za prywatne nie miało takiego charakteru) i jednocześnie współcześnie kształtują się w odmienny sposób w różnych krajach. Również inne terminy ekonomiczne istotne dla określania wartości np. przedsiębiorstwa mają umowny charakter i ich pomiar jest uzależniony od przyjętej konwencji. Przykładem może być inflacja – CPI (*Customer Price Index*), której metodyka obliczania jest zróżnicowana w poszczególnych krajach. Następną kwestią wpływającą na używane terminy i pojęcia jest wspomniana zmiana naszej percepcji i poziomu wiedzy. Dla przykładu – problem zmiennej wartości pieniądza w czasie został po raz pierwszy poruszony przez Stevina w XVII w., ale w inwestycjach rzeczowych został uwzględniony po raz pierwszy dopiero pod koniec XIX w., na szerszą skalę zaś wykorzystany był w połowie XX w. (zob. [Parker 1968]).

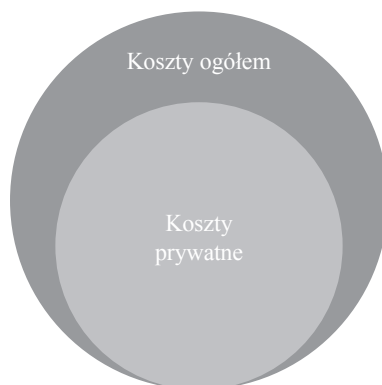
Ewolucja terminów wciąż trwa i procesu tego nie można uznać za zakończony. Tym bardziej że o tym, jakie rozwiązanie jest dominujące zarówno w teorii, jak i praktyce ekonomicznej, decyduje przewaga retoryczna zwolenników określonej metody, techniki, narzędzia. Z punktu widzenia celu artykułu istotny jest wspomniany wcześniej proces zmian zakresu rozliczania kosztów zewnętrznych w koszty prywatne, dlatego to zagadnienie poddano głębszej analizie w kolejnym punkcie artykułu.

3. Problem zakresu rozliczania kosztów zewnętrznych w koszty prywatne i ich wpływu na wartość

Koszty zewnętrzne (*negative externality*, *external cost*) związane są ze zjawiskiem efektów zewnętrznych (*externality*) opisanym przez Pigou w 1920 r. [Landreth, Colander 2005, s. 306]. Zjawisko to polega na przeniesieniu części kosztów lub korzy-

ści (*positive externality* v *external benefit*) wynikających z działalności jednego podmiotu na podmioty trzecie bez odpowiedniej rekompensaty.

W ostatnich latach szczególnie widoczny w krajach rozwiniętych jest proces internalizacji kosztów zewnętrznych, czyli proces transformacji dotychczasowych kosztów zewnętrznych w obszar kosztów prywatnych. Jeszcze kilkadziesiąt lat temu koszty zewnętrzne związane z wykorzystaniem wspólnych zasobów przez przedsiębiorstwa nie obciążały ich kosztów prywatnych. Obecnie natomiast widoczna jest tendencja do ich rozliczania w coraz większym zakresie w obszar kosztów prywatnych (czasami poprzez system podatkowy). Proces ten określany jest mianem internalizacji kosztów zewnętrznych. Przykładem mogą tu być koszty związane z zanieczyszczeniem wody, powietrza (np. koszty zakupu praw do emisji CO₂ po przekroczeniu wyznaczonych limitów) itp. Stąd też można oczekiwać, że w przyszłości skala rozliczeń kosztów zewnętrznych w koszty prywatne będzie znacznie większa niż dziś czy w przeszłości (rys. 1).

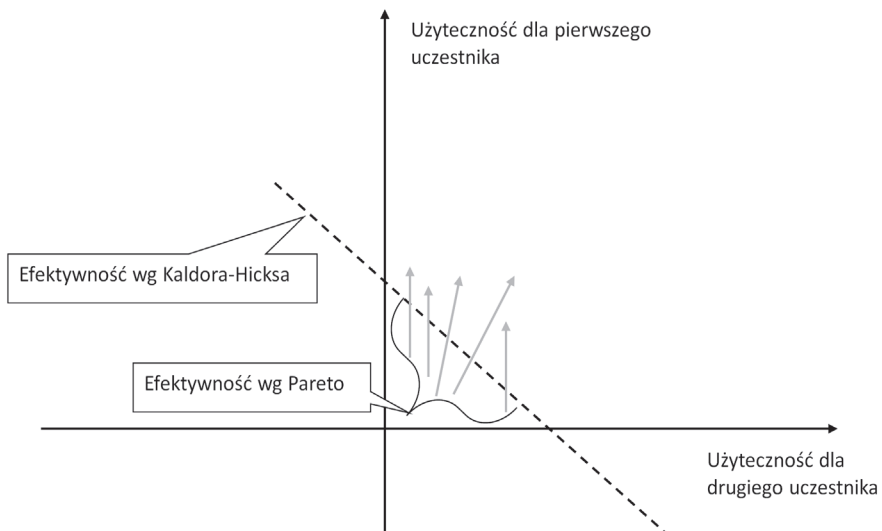


Rys. 1. Koszty prywatne w kosztach ogółem powstałych w wyniku działalności przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Wysoce prawdopodobne jest, że zmiany w tym zakresie zmierzają w kierunku modelowej sytuacji (choć małe jest prawdopodobieństwo osiągnięcia stanu modelowego), w której każde przedsięwzięcie biznesowe będzie spełniało warunek efektywności wg Kaldora-Hicksa lub bardziej wymagający warunek efektywności wg Pareto. Według Pareto zmiana alokacji zasobów podnosi poziom dobrobytu, jeśli poprawa sytuacji materialnej jednej osoby nie jest związana z pogorszeniem się sytuacji innej osoby (rys. 2) [Landreth, Colander 2005, s. 306]. Warunek Pareto spełniają więc te przedsięwzięcia biznesowe, które są gramy o sumie większej niż zero. Natomiast według Kaldora-Hicksa zmiana alokacji zasobów jest również efektywna wtedy, gdy poprawie sytuacji materialnej jednej osoby towarzyszy pogorszenie się sytuacji drugiej osoby, przy założeniu, że istnieje teoretyczna możliwość wyrównania tych strat z wyższych korzyści pierwszej osoby (rys. 2). Stąd też warunek

Kaldora-Hicksa spełniają przedsięwzięcia biznesowe, które są grami co najmniej o sumie zerowej. Obecnie istnieje ryzyko, że w niektórych przedsięwzięciach biznesowych ewentualne korzyści dla przedsiębiorstwa są mniejsze niż straty powstałe u osób, na które ten biznes oddziałuje. A to oznacza, że te przedsięwzięcia biznesowe są grami o sumie mniejszej od zera. Ewentualna wartość, jaką tworzą, jest mniejsza niż koszty, jakie generują w otoczeniu. W tej sytuacji nie jest spełniony ani warunek Pareto, ani warunek Kaldora-Hicksa, co oznacza, że alokacja zasobów nie jest efektywna z punktu widzenia makroekonomicznego. Tego typu sytuacja dotyczy w szczególności tych przedsięwzięć gospodarczych, których działalność wiąże się ze znaczną uciążliwością dla otoczenia, które silnie wpływają na wykorzystanie wspólnych zasobów naturalnych (zob. tab. 1). Tym samym oba warunki efektywności wymagają, aby każde przedsięwzięcie biznesowe ponosiło pełny koszt swojej działalności (kiedy będzie w pełni płacić za siebie) lub aby istniała możliwość rekompensaty tym, którzy je ponoszą, przez tych, którzy je powodują. To zjawisko ma istotny wpływ na wartość realizowanych przedsięwzięć gospodarczych. Dziś ten problem jest analizowany w procesie wyceny przedsiębiorstw w obszarze ryzyka prawnego. W wielu znanych autorowi przypadkach wycen przedsiębiorstw ten obszar ryzyka kwitowany jest jednym zdaniem w uspokajającym tonie. Powstaje jednak pytanie, czy w ramach istniejących standardów wartości przewiduje się w ogóle możliwość uwzględniania tego problemu?



Rys. 2. Efektywność wg Pareto oraz efektywność wg Kaldora-Hicksa

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Przykładowe korzyści i straty związane z eksploatacją melafiru na Dolnym Śląsku

Podmiot eksploatujący melafir	Społeczność lokalna Korzyści (tylko w okresie eksploatacji melafiru):	Społeczność lokalna Straty (w okresie oraz po eksploatacji melafiru):	Środowisko naturalne
<ul style="list-style-type: none"> • przychody z wydobycia 2 mln ton to rocznie około 150 mln PLN 	<ul style="list-style-type: none"> • kilkanaście miejsc pracy, • 800 tys. PLN dodatkowych wpływów rocznie do budżetu gminy 	<ul style="list-style-type: none"> • zniszczona infrastruktura drogowa (kilkanaście ciężarówek/h), • hałas, • zapylenie, • drgania (odstrzał i transport), • obniżenie wartości nieruchomości, • brak możliwości uzyskiwania dochodów z turystyki, większe ryzyko wypadków drogowych, obniżenie zdrowotności mieszkańców, zdegradowane otoczenie 	<ul style="list-style-type: none"> • degradacja obszarów cennych przyrodniczo (fauny i flory) na obszarze znacznie większym niż obszar odkrywki

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.bip.mieroszow.pl>, Raport o oddziaływaniu na środowisko przedsięwzięcia: „Eksploatacja złoża melafiru »Rybnica I« w Rybnicy Leśnej, gm. Mieroszów, pow. wałbrzyski”, Wrocław, grudzień 2010.

4. Standardy wartości

W 1989 roku College of Fellows of American Society of Appraisers opublikowało opinię w zakresie definicji standardów wartości, wskazując, że konieczność identyfikacji i zdefiniowania stosowanego standardu wartości jest krytyczną (najistotniejszą) częścią raportu z wyceny¹. Czym są standardy wartości? W związku z tym, że pojęcie wartości wykorzystywane jest w różnych dyscyplinach naukowych, a w naukach ekonomicznych także rozpatrywane jest według różnych kryteriów, konieczne jest sprecyzowanie, jak rozumiemy to pojęcie. Standardy wartości definiują pojęcie wartości na potrzeby wyceny biznesowej / wyceny przedsiębiorstw przy określonych założeniach. Standardy wartości są jednym z elementów porządkujących proces wyceny. Są łącznikiem pomiędzy celem wyceny a metodami wyceny, nadając tej konstrukcji logiczną całość. W wielu zarówno krajowych standardach

¹ *Valuation*, vol. 34, no. 2 (June 1989) „Defining Standards of Value”. Opinion of the College of Fellows, za: [Fishman, Pratt, Morrison 2007, s. 20].

wyceny, jak i tych o zasięgu międzynarodowym wyróżniane są cztery definicje standardów wartości:

- godziwa wartość rynkowa (*fair market value*)
- wartość godziwa, wartość sprawiedliwa (*fair value*)
- wartość inwestycyjna (*investment value*)
- wartość fundamentalna (*fundamental value, intrinsicvalue*)

W *Nocie Interpretacyjnej NI 5*, która ma szansę stać się szeroko akceptowanym standardem wyceny w Polsce, terminy te definiowane są następująco (definicje są zbliżone do definicji obowiązujących w USA i Kanadzie):

- Godziwa wartość rynkowa – wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i nie działający pod przymusem (nakazem). Przyjmuje się, że wyceniający ma odpowiedni zasób informacji nt. stron transakcji oraz kupujący i sprzedający posiadają odpowiedni zasób wiedzy nt. przedmiotu wyceny. Wartość wyznaczona na podstawie kategorii godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez kupującego i sprzedającego. Opisane warunki transakcji są bardzo zbliżone do wymogów definicyjnych Wartości Rynkowej stosowanej w MSW (Międzynarodowe Standardy Wyceny) [Zarzecki i in. 2010, s. 304].
- Wartość sprawiedliwa – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, przy szacowaniu której zakłada się, że w transakcji biorą udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem (nakazem). Wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego, z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny. Powyższa definicja nie jest tożsama z definicją wartości godziwej zawartą w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości [Zarzecki i in. 2010, s. 304].
- Wartość inwestycyjna to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny dla konkretnego inwestora (właściciela), przy szacowaniu której uwzględnia się jego indywidualne wymagania i oczekiwania odnośnie do przedmiotu wyceny. Godziwa wartość rynkowa, w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej, jest odpersonifikowana i bezstronna [Zarzecki i in. 2010, s. 305].
- Wartość fundamentalna – to wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena przedmiotu wyceny, która nie jest oszacowana w związku z konkretną transakcją, nie bierze pod uwagę, kim jest zleceniodawca i odbiorca wyceny, a opiera się na wszystkich informacjach nt. przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację ekonomiczno-finansową [Zarzecki i in. 2010, s. 305].

Jak wynika z przytoczonych definicji, każdemu standardowi wartości towarzyszy określone założenie wartości, perspektywa czy też punkt widzenia, przez pryzmat którego należy widzieć wartość i jej części składowe. W przypadku wartości inwestycyjnej wartość określana jest z perspektywy potencjalnego lub obecnego właściciela, uwzględniająca zindywidualizowane parametry istotne dla kształtowania wartości. Dla godziwej wartości rynkowej istotna jest możliwość wymiany dóbr uwzględniająca wszelkie psychologiczne czynniki charakterystyczne dla rynków kapitałowych. Podobnie jest z wartością godziwą, która z racji swojej specyfiki łączy perspektywę wymiany z wartością dla właściciela. Wartość fundamentalna natomiast jest próbą prezentowania zobiektywizowanej wartości oczyszczonej zarówno z efektów psychologicznych występujących na rynkach kapitałowych, jak i z subiektywnych synergii oraz z zindywidualizowanych parametrów (tab. 2).

Tabela 2. Założenie wartości i standardy wartości

Założenie wartości/ perspektywa	Wartość bez efektów psychologicznych i synergii	Wartość wymienna		Wartość dla właściciela
Standard wartości	Wartość fundamentalna	Godziwa wartość rynkowa	Wartość godziwa	Wartość inwestycyjna

Źródło: opracowanie własne na podstawie J.E. Fishman, S.P. Pratt, W.J. Morrison, *Standards of Value. Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2007, s. 183.

5. Propozycja nowego standardu wartości

W opisywanych wcześniej standardach wartości wykorzystywanych w wycenie przedsiębiorstw / wycenie biznesu pojęcie wartości funkcjonuje z przymiotnikami, takimi jak sprawiedliwy, godziwy, które mają konotacje etyczne (wprowadzają wymiar etyczny). Wartość, określana mianem sprawiedliwej, godziwej, może być takowa w relacji między stronami np. potencjalnej transakcji wymiany, której przedmiotem jest przedsiębiorstwo. Wartość ta może jednak nie być sprawiedliwa z punktu widzenia innych uczestników szeroko rozumianego rynku, na którym funkcjonuje to przedsiębiorstwo. Ewentualna niesprawiedliwa wartość danego przedsiębiorstwa może wynikać z tego, że przedsiębiorstwo nie ponosi wszystkich kosztów swojej działalności, m.in. prowadzi uciążliwą dla jego bezpośredniego otoczenia działalność (np. hałas, zanieczyszczenie wody i powietrza). Wartość tego przedsiębiorstwa jest pochodną działalności, która nie jest neutralna dla otoczenia, która generuje koszty w otoczeniu przedsiębiorstwa. A w efekcie inne podmioty ponoszą koszty, nierekompensovane im przez przedsiębiorstwo, którego działania są przyczyną powstawania tych kosztów. Stąd też wartość ustalona między stronami transakcji określana mianem sprawiedliwej nie jest nią, jeśli wziąć pod uwagę szerszy kontekst. Pa-

trząc na to w ujęciu historycznym, z pewnością dziś przedsiębiorstwa ponoszą większą odpowiedzialność (a tym samym większe koszty) za prowadzoną działalność niż kiedykolwiek wcześniej. Mimo to na podstawie istniejących standardów wartości nie jesteśmy w stanie ocenić, czy dane przedsięwzięcie biznesowe spełnia warunek efektywności wg Pareto czy też Kaldora-Hicksa. W związku z tym nie jesteśmy też w stanie ocenić, czy przedsięwzięcie to więcej zasobów tworzy czy też niszczy. Nie jesteśmy w stanie ocenić, jakie jest długookresowe saldo dla gospodarki. Czy w takim razie do opisu rzeczywistości może wnieść coś nowego, standard wartości, który będzie uwzględniał poza kosztami prywatnymi także istotne koszty efektów zewnętrznych? Zdaniem autora obok istniejących standardów wartości potrzebny jest nowy standard wartości, który będzie uwzględniał zarówno perspektywę inwestora, jak i perspektywę innych uczestników rynku, na których przedsięwzięcie inwestora oddziałuje (powoduje powstanie u nich kosztów). Wycena prowadzona zgodnie z nowym standardem wartości określałaby wartość przedsięwzięcia biznesowego w sytuacji zachowania jego neutralnego wpływu na jego otoczenie (co najmniej neutralne dla otoczenia w sferze kosztów).

Proponowany standard wartości mógłby być określany mianem wartości neutralnej ze względu na założenie o neutralnym oddziaływaniu na otoczenie w zakresie negatywnych efektów zewnętrznych (tab. 3). W tym ujęciu wartość przedsiębiorstwa, biznesu określana byłaby z perspektywy zarówno właściciela, jak i otoczenia przedsiębiorstwa. Zatem **wartość neutralną** można zdefiniować jako wyrażoną w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie kwotę przedmiotu wyceny uwzględniającą specyficzną wartość inwestycji dla konkretnego inwestora lub inwestorów, opierającą się na indywidualnych wymaganiach, przy szacowaniu której bierze się pod uwagę zarówno wszystkie korzyści i koszty prywatne, jak i co najmniej wszystkie istotne koszty zewnętrzne (uwzględniając takie czynniki, jak np. poziom zdrowotności mieszkańców, jakość wody i powietrza, wartość nieruchomości mieszkańców, możliwość prowadzenia działalności gospodarczej przez mieszkańców, infrastrukturę, wartość przyrodniczą), które związane są z funkcjonowaniem podmiotu wyceny.

Kto może być odbiorcą nowego standardu wartości? Wycena przedsiębiorstwa uwzględniająca jego neutralność dla otoczenia powinna być interesująca dla obecnych i potencjalnych właścicieli, zwłaszcza w zestawieniu z wyceną sporządzoną wg standardu wartości inwestycyjna. Zestawienie wycen sporządzonych wg tych dwóch standardów może pomóc w oszacowaniu ryzyka zmiany wartości z tytułu przekształcenia dzisiejszych kosztów zewnętrznych w koszty prywatne (na ile wartość przedsiębiorstwa jest wrażliwa na wzrost kosztów prywatnych z tytułu rozliczania kosztów zewnętrznych). Kolejną grupą zainteresowanych wyceną według proponowanego nowego standardu mogą być ci uczestnicy rynku (osoby indywidualne i organizacje), którzy ponoszą część kosztów zewnętrznych związanych z funkcjonowaniem określonego biznesu. Celem takiej wyceny może być określenie wartości ewentualnych roszczeń połączonych z próbą przejęcia uciążliwego podmiotu. Wy-

cena wg tego standardu może pełnić funkcję pomocniczą przy określaniu wielkości odszkodowania od przedsiębiorstwa dla osób ponoszących koszty zewnętrzne. Tym bardziej że obecnie w wielu krajach istnieje instytucja pozwu zbiorowego, w którym osoby fizyczne, organizacje mogą domagać się uwzględnienia swoich praw, w tym kosztów, jakie ponoszą w związku z działalnością podmiotów gospodarczych. Dzięki temu mogą domagać się rekompensaty lub ograniczenia kosztów zewnętrznych od przedsiębiorstw, które je powodują. Wyceny wg tego nowego standardu mogłyby być przydatne także instytucjom publicznym, wydającym decyzje administracyjne zezwalające na prowadzenie takich uciążliwych działalności biznesowych, oraz do sprawiedliwego ewentualnego podziału kosztów i korzyści (cel takiej wyceny: określenie sprawiedliwego podziału kosztów i korzyści między inwestorem a społecznością, która będzie odczuwała jego skutki). Co więcej, wycena przedsiębiorstw czy też przedsięwzięć biznesowych wg wartości neutralnej byłaby też cenną informacją dla krajów, które prowadzą aktywną politykę ekonomiczną stymulującą lub ograniczającą określone formy aktywności gospodarczej.

Tabela 3. Nowa perspektywa wartości i dotychczasowe standardy wartości

Założenie wartości / perspektywa	Wartość bez efektów psychologicznych i synergii	Wartość wymienna		Wartość dla właściciela	Wartość dla gospodarki / otoczenia
Standard wartości	Wartość fundamentalna	Godziwa wartość rynkowa	Wartość godziwa	Wartość inwestycyjna	Wartość neutralna

Źródło: opracowanie własne.

6. Podsumowanie

Dziś wiele przedsięwzięć biznesowych nie ponosi wszystkich kosztów, które są związane z ich działalnością. W efekcie koszty oferowanych produktów są błędnie skalkulowane, co z jednej strony prowadzi do nadmiernej konsumpcji, z drugiej zaś sprawia, że alokacja zasobów w gospodarce nie jest efektywna. Jednocześnie zakres kosztów, jakie zliczane są do kosztów prywatnych, jest obecnie większy niż kiedykolwiek w przeszłości. Dziś rozliczamy już wiele kosztów zewnętrznych na koszty prywatne, choć nie w pełnej skali i nie we wszystkich krajach na świecie. W krajach, gdzie poziom świadomości występowania efektów zewnętrznych jest większy, wymogi prawne nakładają na przedsiębiorstwa konieczność ponoszenia choć części kosztów, które w przeszłości były ignorowane. Istnieją również kraje, gdzie koszty zewnętrzne są wciąż pomijane. Niemniej jednak proces internalizacji kosztów jest kontynuowany, a w ostatnich latach wręcz uległ przyspieszeniu. Wiele kosztów zewnętrznych jest rozliczanych mimo problemów z ich kwantyfikacją i rozliczeniem. Obecnie wiele efektów zewnętrznych jest zidentyfikowanych, choć

ze względu na ograniczenia naszej wiedzy trudno oszacować długookresowe konsekwencje tych efektów, a tym samym ich kosztową formę. W związku z tym istnieje prawdopodobieństwo, że wraz ze wzrostem możliwości identyfikowania efektów zewnętrznych i rozwojem metod szacowania kosztów zewnętrznych skala internalizacji kosztów zewnętrznych będzie przybierać na sile. W tej sytuacji można spodziewać się, że ten czynnik będzie silnie oddziaływał na wartość poszczególnych aktywów oraz wartość przedsiębiorstw. To zjawisko nie może być niezauważane przez wycenę przedsiębiorstw / wycenę biznesową. W związku z tym zarówno standardy wyceny biznesowej / wyceny przedsiębiorstw, jak i praktyka wyceny powinny dostrzegać i szacować ryzyko zmian wartości wycenianych podmiotów z tytułu internalizacji kosztów zewnętrznych. Stąd też odpowiedzią na ten problem jest propozycja nowego standardu wartości.

Literatura

- Fishman J.E., Pratt S.P., Morrison W.J., *Standards of Value. Theory and Applications*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2007.
- <http://www.bip.mioszow.pl> Raport o oddziaływaniu na środowisko przedsięwzięcia: „Eksploatacja złoża melafiru »Rybnica I« w Rybnicy Leśnej, gm. Mioszów, pow. wałbrzyski”, Wrocław, grudzień 2010.
- <https://cicbv.ca/glossary/>.
- Independent Business Valuation Engagements*, Institute of Chartered Accountants of New Zealand, 2003.
- International Valuation Standards*, International Valuation Standards Council, 2007.
- Landreth H., Colander D.C., *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Parker R.H., *Discounted Cash Flow in historical perspective*, „Journal of Accounting Research”, Spring 1968, vol. 6, no. 1.
- Professional Standards*, National Association of Certified Valuation Analysts, May 2002.
- Standard no 110*, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2007.
- Szymański P., *Model nadania ekonomicznej wartości obszarom cennym przyrodniczo*, [w:] *Gospodarka a środowisko*, red. B. Fiedor, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wydawnictwo UE, Wrocław 2011 (w druku).
- The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.
- Valuation*, vol. 34, no. 2 (June 1989) „Defining Standards of Value”. Opinion of the College of Fellows. Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset. Statement on Standards for Valuation Services, American Institute of Certified Public Accountants, New York, June 2007.
- Valuation Services*, Accounting Professional and Ethical Standards Board, July 2008.
- Zarzecki D., Mączyńska E., Beer-Zwolińska A., Bombała B., Filipiak J., Grudziński M., Habdas M., Konowalczyk J., Panfil M., Pęksyk M., Prystupa M., Ramian T., Szymański P., *Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw. Nota Interpretacyjna NI 5 Wycena przedsiębiorstw*, [w:] *Udział rzeczoznawców majątkowych w wycenie przedsiębiorstw. Zasady dobrej praktyki zawodowej*, XIX Krajowa Konferencja Rzeczoznawców Majątkowych, Kielce, 16-18 września 2010 r.

THE IDEA OF A NEW STANDARD OF VALUE WHICH TAKES INTO ACCOUNT THE EXTERNAL COSTS

Summary: The paper focuses on the problem of internalization of external costs, which can be observed for many years. We can expect that this problem will be strengthened in the future. Therefore it seems that existing business valuation standards are inadequate to describe reality. At present, when experts value the company they cannot evaluate whether the company is efficient in the sense of Kaldor-Hicks or Pareto. In this context, the new standard of value which takes into account external costs can bring a new perspective in the business valuation.

Keywords: business valuation, standard of value, negative externality, external costs.