

Piotr Szymański

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

HISTORYCZNY KONTEKST WYCENY BIZNESOWEJ – WYBRANE PROBLEMY

Streszczenie: Artykuł porusza kwestię źródeł wyceny biznesowej z punktu widzenia historii myśli ekonomicznej. Jakie idee ukształtowały dzisiejsze rozumienie wyceny biznesowej i czy w tym zakresie już można ogłosić „koniec historii”? Dla osiągnięcia powyższego celu przeanalizowano wybrane problemy, takie jak własność, teorie wartości i cen oraz problem racjonalności.

Słowa kluczowe: wycena, własność, zysk, teorie wartości i ceny, historyczne transakcje sprzedaży.

1. Wstęp

Wycena biznesowa jest ważnym czynnikiem sprzyjającym bezpieczeństwu gospodarczemu. Istnieje wiele potrzeb uzasadniających konieczność wyceny, stąd też w wielu krajach wprowadzono standardy wyceny biznesowej, które określają m.in. procedury i zakres analizy i pytań, na które należy uzyskać odpowiedź. Termin „wycena biznesowa” (*business valuation*) definiowany jest przez organizacje standaryzujące jako akt albo proces określania wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego oraz szerzej – jako wycena całego przedsiębiorstwa, wycena wydzielonych części przedsiębiorstwa, wycena akcji/udziałów/innych wkładów właścicieli, wycena projektów inwestycyjnych, wycena aktywów, wycena wartości niematerialnych, wycena instrumentów finansowych (zob. [*International Valuation Standards... 2007; Professional Standards... 2002; Standard no 110... 2007, The Hong Kong... 2005; Valuation of a Business... 2007; Valuation Services... 2008*]).

Pierwsze regulacje dotyczące standardów wyceny biznesowej pojawiły się na początku lat 50. XX wieku po powstaniu *American Society of Appraisers* (ASA), kiedy to został zdefiniowany niezależny obszar wyceny: wycena biznesowa. Wtedy to dostrzeżono potrzebę uregulowania procesu wyceny, jednak sama wycena jest znacznie starsza i choć może nie była skodyfikowana, to istniały sposoby szacowania wartości takich złożonych dóbr, jak przedsiębiorstwa, a wcześniej majątków ziemskich itp.

Przykłady historycznych transakcji wskazują, że w transakcjach określano wartość wsi, młyna, wójtostwa na podstawie aktualnych czynszów i opłat związanych

z tym prawem. Świadczyć to może albo o istnieniu już w średniowieczu metodyki pozwalającej określić dochodową wartość inwestycji, albo o podejściu intuicyjnym, zbliżonym do dzisiejszego podejścia dochodowego. W związku z tym warto przyrzec się, jak do problemów związanych z wyceną biznesową odnosiła się ówczesna myśl oraz literatura. Jakie idee ukształtowały dzisiejsze rozumienie wyceny biznesowej i czy w tym zakresie już można ogłosić „koniec historii”? Dla osiągnięcia powyższych celów przeanalizowane zostaną wybrane problemy, takie jak własność, teorie wartości i cen oraz problem racjonalności.

2. Problem własności

W historii myśli ekonomicznej wyróżnia się trzy główne okresy: ekonomię przedklasyczną obejmującą poglądy starożytnych filozofów oraz scholastyków i merkantylistów, ekonomię klasyczną Smitha, Ricardo, Seniora, Marksa i Milla oraz ekonomię neoklasyczną, do której z punktu widzenia celu artykuł można zaliczyć: Jevonsa, Mengera, Walrasa, Whatelya, Böhm-Bawerka, Knighta, Fishera, Clarka, Marshalla i Schumpetera. Dodatkowo podział ten można uzupełnić o ekonomię głównego nurtu – ekonomię ortodoksyjną, i ekonomię sytuowaną poza głównym nurtem – ekonomię heterodoksyjną.

Problem wyceny dla celów transakcyjnych istnieje wtedy, gdy do jednej ze stron przypisana jest własność. Problem własności był rozpatrywany przez Arystotelesa, który opowiadał się za prywatną własnością, i przez Platona, który był zdecydowanym zwolennikiem wspólnej własności [Landreth, Colander 2005, s. 47-49]. Generalnie na wielu ziemiach Europy przedchrześcijańskiej wiele ważnych dóbr z punktu widzenia interesu całych społeczności, takich jak np. ziemia, było własnością wspólnot rodowych, plemiennych. W tym czasie poza Imperium Rzymskim pieniądz i pismo były rzadkością, dominował handel wymienny. Z nastaniem chrześcijaństwa i rozwojem instytucjonalnym Kościoła sytuacja w tym zakresie uległa zmianie. W średniowieczu problemy ekonomiczne były rozpatrywane w kategoriach normatywnych. Tak też podchodzono do kwestii własności ziemi. Scholastycy np. uważali, że wspólna własność jest zgodna z prawem natury i zgodna ze wzorem żywota Jezusa i jego apostołów. W tym czasie obowiązywało także podejście, według którego wszelka ziemia należy do Boga, który przekazał ją pod opiekę człowieka sprawującego władzę na mocy prawa boskiego, czyli króla, oraz Kościoła. Praktyka jednak wyprzedzała normy, problem własności prywatnej był coraz bardziej widoczny. W związku z tym próbę dowodzenia zgodności prywatnej własności osób świeckich z nauką religii podjął Św. Tomasz z Akwinu [Landreth, Colander 2005, s. 51-54].

W feudalizmie, np. na Wyspach Brytyjskich, nie było własności prywatnej, byli właściciele tytułarni, ziemie tytułarnie należały np. do króla w Anglii czy też do przywódców klanów w Szkocji. Z końcem feudalizmu, począwszy od wieku XVII do wieku XIX, nastąpiło siłowe i prawne przekształcenie (zawłaszczenie) własno-

ści feudalnej oraz klanowej we własność prywatną – określane mianem pierwotnej akumulacji kapitału. Po stwierdzeniu zgodności prawa własności osób świeckich z religią problem własności prywatnej powrócił po kilku wiekach u Marksa [Marks 1956, s. 770-792].

Konieczność wyceny wartości dóbr pojawiła się wraz z upowszechnianiem się prywatnej własności czy to na drodze królewskich nadań, zawłaszczeń czy też później zastawów pod pożyczki. Szacunek wartości był oczywiście konieczny na co dzień przy określaniu wartości dóbr i usług codziennego użytku (konsumpcyjnych), lecz z punktu widzenia wyceny biznesowej szczególnie interesujące są wyceny własności dóbr inwestycyjnych, a takimi w owym czasie były wsie, miasta, młyny, łąźnie i inne przynoszące dochód przedsięwzięcia, takie jak np. prawa do sprawowania dziedzicznych funkcji, jak np. wójtostwo.

3. Historyczne transakcje

Jak już wspomniano, pierwsze regulacje dotyczące standardów wyceny biznesowej pochodzą z początku lat 50. XX wieku, ale konieczność wyceny istniała już wcześniej. Elementów metodyki używanej w Polsce, a zapewne też w innych krajach europejskich, można się doszukać w ustawie obradowanej przez Sejm w Warszawie w dniach 24, 26 IV 1792 r., z której wynika, że dochodowość dóbr ziemskich była podstawą do określania ich wartości na potrzeby sprzedaży czy też dzierżawy. Podobne regulacje można dostrzec też po utracie suwerenności przez Rzeczpospolitą w dokumencie z 16 VIII 1830 r. zatytułowanym: *Ogólny wykaz intraty i szacunku dóbr Klucza Połanieckiego w ekonomii Osiek w powiecie staszowskim w obwodzie i województwie sandomierskim z 1830 r. sporządzony w związku z planowaną sprzedażą części dóbr narodowych* [Internet 1].

Transakcje związane ze sprzedażą różnych przedsięwzięć inwestycyjnych, gdzie strony umowy musiały oszacować ich wartość, znajdziemy także w latach znacznie wcześniejszych. W średniowieczu na ziemiach polskich prowadzono inwestycje polegające np. na zakładaniu miast i wsi, budowaniu młynów, jatek, które tak jak dziś przedsiębiorstwa były przedmiotem obrotu. Wiele z dzisiejszych miast powstało jako przedsięwzięcia biznesowe, z których korzyści czerpali założyciele miast w postaci udziału w opłatach czy też w postaci zwolnień od opłat, właściciele terenu, na którym zakładano miasto z tytułu opłat czynszowych, osadnicy mający możliwość produkcji, hodowli, uprawy i handlu. Z zachowanych dokumentów wynika, że w określaniu wartości transakcji związanej ze sprzedażą wsi, młyna, łąźni, jatek najważniejszą rolę odgrywała możliwość uzyskiwania dochodów w postaci czynszów lub innych opłat. Z tego okresu zachowało się wiele dokumentów potwierdzających zawarcie transakcji sprzedaży wsi, np. w dokumencie z 5 XI 1394 r. Jan, biskup lubuski, z kapitułą poświadczą sprzedaż wsi Wrocieryż należącej do biskupstwa lubuskiego Stanisławowi, proboszczowi klasztoru miechowskiego za 600 grzywien. W innym dokumencie z 5 II 1394 r. Abraham Socha, wojewoda mazowiecki, sprze-

daje zakonowi krzyżackiemu Zarzyczewo w ziemi dobrzyńskiej za 400 grzywien [Internet 1].

Obiektem transakcji były także prawa do urzędów, które podlegały dziedziczeniu, jak np. wójtostwa, z którymi wiązały się określone profity i, co ciekawe, prawo do tego tytułu było podzielne na części ułamkowe. Jeden z wcześniejszych dokumentów z 1277 r., wystawiony w Raciborzu przez księcia opolskiego Władysława, potwierdza sprzedaż wójtostwa w Kętach przez Szymona i jego braci na rzecz rodzeństwa Arnolda, Rudgera i Piotra oraz dokonuje lokacji miasta na prawie lwóweckim. Nabywcy wójtostwa otrzymali m.in. co szósty łan wolny od opłat z 60 łanów ziemi przyznanych miastu, ponadto co szóste siedlisko i co szósty ogród wolny od czynszu. Przyznano im również 1/3 z opłat sądowych, monopól na budowę młynów i zakładanie stawów rybnych, jatek mięsnych, rzeźni wolnych od opłat oraz kramów do sprzedaży chleba. Innym przykładem może być dokument potwierdzający sprzedaż w Tyńcu 29 IX 1394 r. przez opata Mściława i klasztor tyniecki oo. Benedyktynów wójtostwa w Skawinie za 300 grzywien Michałowi Pusznikowi. W innej transakcji z 1460 r. Mikołaj z Bolęcina z żoną Barbarą sprzedają Niemierzy i Andrzejowi z Łebków udział w wójtostwie w Mławie za 130 kop gr. Z dokumentu lokacyjnego Mławy z 13 VII 1429 r. wynika, że wójtowi przysługiwało uposażenie sześcioma wolnymi łanami, dochody z 1/3 kar sądowych, co trzeci denar z dochodów pobieranych przez miasto, np. za korzystanie z wagi, postrzygalni sukna. Inne przykłady transakcji sprzedaży to dokumenty z:

- 10 XI 1421 r. – w Wieluniu Marcin [Zaremba] z Kalinowy, kasztelan sieradzki i starosta wieluński, potwierdza, że Jan Długosz sprzedał mieszczanom wieluńskim za 36 grzywien osiem jatek szewskich oraz jeden wiardunek czynszu z miejscowej łaźni (udział w czynszu łaźni),
- 20 IX 1456 r. – w Makowie Konrad, Kazimierz, Bolesław i Jan, książęta mazowieccy, stwierdzają, że bracia Stanisław i Jan, młynarze z Węgrzynowa i Siedlec, sprzedali bratu Mikołajowi swoje części młyna w mieście Makowie w ziemi zakroczymskiej za sumę 70 kóp groszy [Internet 1].

Podsumowując, należy stwierdzić, że w średniowieczu, a także w wiekach późniejszych, wartością dla inwestora przedmiotu transakcji określano na podstawie możliwości kreowania dochodu. Trudno jednak wyjaśnić, jak określano perspektywę czasową przy tego typu inwestycjach. Prawdopodobne jest, że bieżące ceny ustalano na podstawie podobnych transakcji z niedalekiej przeszłości.

4. Zysk oraz teorie wartości i ceny

Z punktu widzenia dzisiejszej wyceny biznesowej niezwykle istotną kwestią jest zdolność danego przedsięwzięcia biznesowego do kreowania dochodu. W przeszłości nie wszystkie kategorie dochodu były akceptowane. Już Arystoteles uważał, że w związku z tym, że pieniądź jest jałowy, pobieranie procentu od pożyczek jest niemoralne. Problem ten w średniowiecznej Europie był podnoszony wielokrotnie

i lichwa na długo była zakazana przez Kościół i ścigana przez prawo. W praktyce procent od pożyczek był jednak pobierany z wykorzystaniem ówczesnej literatury fachowej, np. *Liber Abaci* – dzieła włoskiego matematyka Leonarda z Pizy z 1202 r., czy też manuskryptów, takich jak *Practica Della Mercatura* z ok. 1340 r. Francesco Balducci Pegolottiego, zawierających tabele stóp zwrotu, które do XVI wieku były ściśle chronione przed konkurencją ze względu na obowiązujące wówczas prawo kościelne zakazujące lichwy [Parker 1968, s. 58-71]. W tym czasie scholastycy podejmowali problem lichwy i koncepcję słusznej ceny. Uważali oni, że ceny są sprawiedliwe, kiedy zarówno nabywca, jak i sprzedawca odnoszą z tego korzyść, a zysk zostanie w całości przeznaczony na utrzymanie lub na cele dobroczynne. W późniejszym okresie inne spojrzenie na dochody mieli merkantylści, którzy uważali, że całość bogactwa świata jest określona, stąd też jeżeli między podmiotami dochodzi do wymiany, to korzyść jednego z nich jest z konieczności stratą drugiego (zob. [Landreth, Colander 2005, s. 51-54 i 58-59]).

W renesansie, zanim jeszcze powstała klasyczna ekonomia, po raz pierwszy stopy zwrotu zostały wydrukowane w dwóch wielkich centrach finansowych Europy Zachodniej: w Lyonie (1558 r.) i Antwerpii (1582 r.), a w książce *Tables of Interest*, flamandzkiego matematyka Stevina, znalazły się wskazówki, jak wykorzystać wartość obecną do określenia warunków pożyczki. Praktyka wyprzedzała teorię – ekonomię klasyczną, której środek ciężkości przesunął się z ekonomii normatywnej na pozytywną – wyjaśniającą, jakie czynniki rządzą działalnością gospodarczą, wcześniej królowała ekonomia normatywna koncentrująca się na kwestiach etycznych i wskazująca, jak powinno być. W XVII wieku Halley, wykorzystując rejestry zgonów we Wrocławiu w latach 1687-1691, podjął problematykę ryzyka, konstruując pierwsze tabele do obliczania śmiertelności, które były wykorzystywane w ówczesnej bankowości, inwestycjach i ubezpieczeniach [Parker 1968, s. 58-71].

W okresie ekonomii klasycznej teorie wartości i ceny rozpatrywane były z punktu widzenia dóbr codziennego użytku, ale część z tych idei można odnosić również do przedmiotów dzisiejszej wyceny biznesowej na zasadzie analogii. Smith rozróżniał ceny rynkowe i ceny naturalne. Ceny rynkowe mają według niego krótkookresowy charakter i są określane zarówno przez podaż, jak i przez popyt, natomiast ceny naturalne mają charakter długookresowy i są uzależnione od kosztów produkcji. W analizowanej przez Smitha gospodarce zaawansowanej, czyli takiej, w której nastąpiło zawłaszczenie ziemi i akumulacja kapitału, cena dobra powinna odpowiadać kosztom związanym z wykonaną pracą, ziemią i kapitałem [Landreth, Colander 2005, s. 102-111 i 113]. Nieco inaczej postrzegał to Ricardo, dla którego cena towarów, które są użyteczne, związana jest z ich rzadkością oraz ilością pracy niezbędnej do ich wytworzenia. Smith określił także dwie kategorie wartości: użytkową, która odzwierciedla użyteczność danego przedmiotu, oraz wymienną, która odpowiada możliwości nabycia innych dóbr, jaką daje posiadanie danego przedmiotu. Inaczej widział te kwestie Ricardo, dla którego wartość użytkowa jest konieczna dla istnienia wartości wymiennej. *Wartość towaru, to jest ilość jakiegoś innego towaru,*

który można otrzymać w zamian, zależy od względnej ilości pracy niezbędnej do jego wytworzenia, nie zaś od większego czy mniejszego wynagrodzenia, które zapłacono za tę pracę. Wniosek ten Ricardo wysnuł, opierając się na tym, że wszystkie niemal towary są wytwarzane przy łącznym użyciu pracy i kapitału, a kapitał jest nagromadzoną pracą, która została użyta w poprzednim okresie [Landreth, Colander 2005, s. 137-145]. Pogląd ten później podzielał również Marks, dla którego dobra kapitałowe były zakumulowaną pracą [Landreth, Colander 2005, s. 208-209].

Ricardiańską teorię wartości opartej na pracy odrzucił Mill, proponując teorię wartości opartą na koszcie produkcji, w której koszty reprezentują przykrość (ujemną użyteczność) pracy i abstynencji [Landreth, Colander 2005, s. 186-187]. Teorię wartości opartą na koszcie produkcji proponował również Senior, dla którego płaca była przychodem dawcy pracy, a zyski przychodem dawcy kapitału. Senior w przeciwieństwie do Marksa dostrzegał konieczność wynagradzania kapitału, wychodząc z założenia, że ktoś musi wstrzymać się od konsumpcji, a w związku z tym należy wynagrodzić związaną z tym przykrość [Landreth, Colander 2005, s. 175].

Przedstawiciele ekonomii neoklasycznej: Jevons, Menger i Walras, docenili kwestię czasu i jego wpływ na wartość. Krytykowali teorię wartości opartej na pracy Ricardo i teorię wartości opartej na koszcie produkcji, ponieważ sugerują one, że cena, czyli wartość dobra, wywodzi się z kosztu poniesionego w przeszłości, a w ich przekonaniu wartość zależy całkowicie od użyteczności. Zdaniem Jevonsa *w handlu to, co minęło, minęło bezpowrotnie, tak iż zawsze w każdym momencie zaczynamy na czysto, szacując wartość rzeczy wpatrzeni w przyszłą użyteczność*. Argumentację tę wzmacniał Whately zdaniem, którego czynniki wytwórcze lub dobra pośrednie nie nadają wartości dobrom końcowym, bowiem *perły nie dlatego są wartościowe, że ludzie nurkowali w ich poszukiwaniu, ale dlatego ludzie nurkują za nimi, że są wartościowe* [Landreth, Colander 2005, s. 238-248]. Wpływ czasu na wartość dóbr uwzględnił także Böhm-Bawerk w swojej teorii kapitału i procentu, mówiąc, że: *Obecne dobra są z reguły więcej warte niż dobra przyszłe w podobnym rodzaju i liczbie*, jednostka bowiem woli mieć 1 dolara dziś niż 1 dolara za rok, ponieważ otrzymanego dziś 1 dolara może wypożyczyć i za rok może mieć więcej.

Istotny wkład do teorii wartości i ceny wniósł Fisher, sprzeciwił się bowiem dotychczasowej klasyfikacji dochodów na płacę, rentę, zyski i procent, uznając, że renta i procent są tylko dwoma sposobami mierzenia tego samego dochodu, podobnie płacę można traktować jako procent. Według Fishera stopa procentowa jest miarą ceny, jaką jednostki są gotowe płacić za to, żeby uzyskać dochód dzisiaj, a nie w przyszłości, bowiem: *Wartość sadu zależy od wartości jego owoców i w tej zależności kryje się implícite stopa procentowa jako taka* [Landreth, Colander 2005, s. 274-286].

Podczas gdy Smith doszedł do wniosku, że zysk składa się z czystego dochodu procentowego oraz ze zwrotu z tytułu ponoszonego ryzyka, Clark, Marshall i Schumpeter stali na stanowisku, że na rynku doskonałej konkurencji kapitał będzie tak samo wynagradzany we wszystkich przedsiębiorstwach, a zysk jest konsekwen-

cją albo tego, że rynki konkurencyjne nie znajdują się w stanie równowagi długookresowej, albo tego, że faktycznie rynki nie są doskonale konkurencyjne. Uważali, że zysk ma charakter przejściowy jako dochód wynikający z dynamicznych zmian w gospodarce, zyski bowiem na doskonale konkurencyjnym rynku są efektem nierównowagi związanej z przechodzeniem gospodarki do nowej pozycji równowagi długookresowej. W związku z tym zysk jest przypadkowym owocem dynamicznych zmian w gospodarce i pojawia się w związku ze zmianami preferencji konsumentów lub zmianami technologii. Knight tłumaczył istnienie zysków w inny sposób, wyróżniając dwa rodzaje ryzyka przedsiębiorstwa, przed którymi można się ubezpieczyć, i ryzyko, od którego nie ma ubezpieczenia. Stąd też zyski istnieją, dlatego że na rynku występują niepewności, od których nie można się ubezpieczyć, wynikają z dynamicznych przemian na rynku [Landreth, Colander 2005, s. 274-276].

W tym samym okresie w praktyce gospodarczej opracowane wiele wieków wcześniej tabele stóp zwrotu do XIX wieku były wykorzystywane jedynie w inwestycjach finansowych głównie przez banki i ubezpieczycieli. Dopiero w XIX wieku inwestycje w kolej i kopalnie sprawiły, że narzędzia wykorzystywane w inwestycjach finansowych zostały zaadaptowane do inwestycji rzeczowych. Pierwsze zastosowanie wartości teraźniejszej, zwanej także wartością obecną, dyskontowaniem (*present value approach*), odnotowano w South African Mining Industry Commission w 1907-1908, wykorzystanej dla zmierzenia stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w Witwatersrand Gold Industry. Wartość obecna została także użyta w 1914 r. przez W.O. Pennella przy ocenie inwestycji w zakresie telekomunikacji. Istotny wkład do wartości obecnej wnieśli Van Deventer, Goldman, Fish, Grant, Marshall, Wicksell oraz wspomniani już Böhm-Bawerk i Fisher (*The Rate of Interest*, 1907; *The Theory of Interest*, 1930), ale także Boulding i Keynes, polemizując z Samuelsonem w 1937 r., oraz Williams w *The Theory of Investment Value* w 1938 r. Metoda wartości obecnej opisana przez Coase w 1938 r. miała niewielki oddźwięk i dopiero w latach 50. XX wieku została dostrzeżona oraz rozpropagowana; w tym samym okresie notowany jest wzrost zainteresowania wywodzącą się z wartości obecnej techniką zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*Discounted Cash Flow* – DCF) (Lutz, Hirshleifer, Lorie, Savage, Modigliani, Miller i Solomon). Mimo iż wewnętrzna stopa zwrotu została spopularyzowana przez Deana, to metoda DCF długo jednak nie mogła znaleźć akceptacji w praktyce. Wciąż przez jeszcze wiele lat królowało tradycyjne podejście w ocenie inwestycji opierające się na stopie zwrotu lub okresie zwrotu bazujących na danych ze sprawozdań finansowych [Parker 1968, s. 58-71].

5. Problem racjonalności jednostek i efektywności rynków

Kolejnym istotnym dla wyceny biznesowej czynnikiem jest problem racjonalności jednostek i efektywności rynków. Według ekonomii klasycznej, jednostki są racjonalne, człowiek bierze pod uwagę wszystkie dostępne warianty wyboru i maksy-

malizuje wszelkie użyteczności. Podobnie do tego problemu podchodzi ekonomia neoklasyczna, według której:

- wszelkie dostępne informacje są natychmiast uwzględniane w procesach decyzyjnych podmiotów spekulujących na rynkach finansowych,
- ceny towarów na giełdach zależą w znacznej mierze od oczekiwań uczestników gry rynkowej co do przyszłych cen,
- podmioty gospodarcze zachowują się racjonalnie, dążą do maksymalizacji użyteczności w danych warunkach, mają pełną znajomość czynników kształtujących przebieg zjawisk gospodarczych,
- błędy prognoz podmiotów gospodarczych są nieobciążone, nieskorelowane i efektywne [Godłów-Legiędź 2005, s. 561].

Jednak już jeden z neoklasyków – Böhm-Bawerk, doszedł do wniosku, że systematycznie nie doceniamy przyszłych potrzeb i dóbr, które mają je zaspokajać. Twierdził on też, że brak u ludzi wyobraźni i siły woli, dodatkowo ludzi nurtuje niepewność co do długości życia. Zaprzeczył on w ten sposób ortodoksyjnej teorii ekonomii, według której ludzie są istotami racjonalnymi i liczącymi – *homo oeconomicus*. Ówczesnie traktowano to jako niekonsekwencję wywodu, dziś można na to spojrzeć w inny sposób, bowiem wielu współczesnych ekonomistów podważa koncepcję *homo oeconomicus*. Według np. jednej z ekonomii heterodoksyjnych – ekonomii behawioralnej, mamy raczej do czynienia z ograniczoną racjonalnością, gdyż:

- możliwości ludzkiego umysłu są ograniczone,
- ostatnim informacjom przypisujemy największą wagę – i w ten sposób jesteśmy podatni na manipulacje,
- przejawiamy optymizm i nadmierne zadowolenie, przeceniamy swoje możliwości, sukces uważamy za swoją zasługę, a porażką obciążamy czynniki zewnętrzne,
- niechętnie godzimy się ze stratą, wykazujemy instynkt stadny, udzielają się nam uczucia innych.

Według innego nurtu heterodoksyjnego – ekonomii neoinstytucjonalnej, należy odrzucić założenie nieograniczonej racjonalności, bowiem:

- ludzkie wybory są złożone, a możliwości ludzkiego umysłu ograniczone,
- człowiek podejmuje decyzje „dostatecznie dobre” na podstawie niedoskonałych reguł,
- podmioty gospodarcze dążą do rozwiązań, które są zadowalające, dość dobre, ale nie najlepsze – maksymalizujące, bowiem *Ludzie nie przeszukują siana dla znalezienia najostrzejszej igły, lecz poszukują igły dostatecznie ostrej do szycia* [Godłów-Legiędź 2005, s. 564-567].

6. Inne problemy

W dzisiejszych standardach wyceny i w procedurach tam zawartych można doszukać się wpływu tradycyjnych instytucjonalistów, według których, rozwiązując

problemy ekonomiczne, nie można skupiać się na wyizolowanych czynnikach ekonomicznych, albowiem wzajemne oddziaływanie na siebie czynników ekonomicznych, kulturowych i socjologicznych jest zbyt wielkie. We współczesnym podejściu do wyceny biznesowej warto zwrócić też uwagę na myśl szkoły neoaustryjackiej, według której:

- analiza ekonomiczna jest procesem, a nie statycznym oddziaływaniem na siebie jednostek, w związku z tym czas jest czynnikiem odgrywającym istotną rolę,
- konkurencja jest procesem dynamicznym, który z biegiem czasu eliminuje wysokie zyski,
- jednostki działają w zmieniających się warunkach, w których informacja jest ograniczona, a przyszłość nieznaną [Landreth, Colander 2005, s. 434].

Zupełnie nowego, nietradycyjnego spojrzenia na przedsiębiorstwo dostarcza ekonomia neoinstytucjonalna, według której przedsiębiorstwa i rynki są alternatywnymi sposobami koordynacji, stąd też przedsiębiorstwa powstają wtedy, gdy wewnętrzny system koordynacji jest mniej kosztowny niż odwołanie się do mechanizmu rynkowego. Można stąd wysnuć wniosek, że przedsiębiorstwo jest narzędziem zmniejszania kosztów funkcjonowania rynku i nie może rozrastać się do monopolu, internalizując wszystkie transakcje, bo funkcja przedsiębiorcy podlega prawu malejących przychodów, a dodatkowo od pewnego momentu kierownictwo przedsiębiorstwa przestaje panować nad strumieniem informacji i powstaje groźba błędnych decyzji alokacyjnych. W związku z tym istnieje optymalna wielkość przedsiębiorstwa – jeżeli przy danym poziomie produkcji organizacja wewnętrzna pociąga za sobą taki sam koszt jak mechanizm rynkowy [Godłów-Legiędź 2005, s. 567-569; Landreth, Colander 2005, s. 429].

7. Podsumowanie i wyzwania na przyszłość

Setki lat pracy wielu filozofów, matematyków, astronomów, socjologów i ekonomistów doprowadziły do dzisiejszego postrzegania wartości i wyceny. Pojawia się jednak pytanie postawione na wstępie artykułu, czy to oznacza, że dzisiejsze postrzeganie wyceny biznesowej osiągnęło trwały ostateczny wymiar. Prawdopodobnie nie, bowiem istnieją jeszcze obszary kontrowersji, w których można się spodziewać nowych rozwiązań, które będą miały wpływ na wycenę biznesową. Jednym z takich obszarów jest problem optymalnej alokacji zasobów w kontekście występowania, obok kosztów prywatnych, kosztów społecznych. W ekonomii rozróżnia się koszty prywatne i koszty społeczne, podział ten jest umowny, a podstawowa różnica między tymi dwiema kategoriami kosztów związana jest z możliwością ich kwantyfikacji. Koszty prywatne związane z działalnością przedsiębiorstwa są łatwo kwantyfikowalne i mają najczęściej krótkookresowy charakter, a ich związek przyczynowo-skutkowy z działalnością przedsiębiorstwa jest prosty do zidentyfikowania. Natomiast istnieją koszty społeczne związane z działalnością przedsiębiorstwa mające najczęściej długookresowy charakter, które są zarówno łatwo oraz trudno

kwantyfikowalne, a ich związek z działalnością przedsiębiorstwa jest w niektórych przypadkach jednoznaczny, a w innych trudny do zidentyfikowania. Przedsiębiorstwa, prowadząc działalność gospodarczą, uwzględniają tylko te koszty, które dziś zaliczamy do kosztów prywatnych, pomijają natomiast, oraz nie ponoszą często żadnych wydatków z ich tytułu, inne koszty, które towarzyszą ich działalności i które są zaliczane do kosztów społecznych. Powstaje więc pytanie, czy optimum Pareta, według którego zmiana alokacji zasobów podnosi poziom dobrobytu, jeżeli poprawa sytuacji materialnej jednej osoby nie jest połączona z pogorszeniem sytuacji innej osoby, jest zachowane [Landreth, Colander 2005, s. 306]. Problemu kosztów społecznych nie potrafi rozwiązać ekonomia neoklasyczna, klasyfikując je do efektów zewnętrznych (efektów trzeciej strony, efektów rozrzutu). Istnienie tych kosztów może oznaczać, że funkcje kosztów krańcowych przedsiębiorstw mogą niedokładnie odzwierciedlać społeczne koszty produkcji, przedsiębiorstwo bowiem, rozpatrując koszty prywatne, które ponosi, nie rozpatruje kosztów społecznych, takich jak np. zanieczyszczenie środowiska, zmniejszenie bioróżnorodności, zmniejszenie areału lasów pierwotnych. W ekonomii neoklasycznej występowanie tych kosztów uzasadnia konieczność działania państwa [Landreth, Colander 2005, s. 473-474]. Problem polega na tym, że kto inny przyczynia się do powstawania kosztów społecznych i odnosi z tego tytułu korzyści, a kto inny ponosi skutki finansowe w postaci wydatków związanych z tymi kosztami. Jest to po części pokłosiem założenia funkcjonującego od wieków, ale które zostało sformułowane w XIX wieku przez Marshalla, że niezaludnione ziemie nic nie kosztują, stąd też koszt zawłaszczenia niezagospodarowanej ziemi równy jest zeru. Temu tradycyjnemu podejściu przeciwstawić można nowy nurt w wycenie, wycenę środowiska naturalnego, wycenę bioróżnorodności, który usiłuje oszacować wartość niezaludnionych, niezagospodarowanych ziem czy też wartość istnienia (*existence value*), zob. [Pearce, Moran 1994]. Z analiz przeprowadzonych w tym zakresie można wysnuć wniosek, że wiele kosztów, które dziś zaliczane są do efektów zewnętrznych, ma odroczone w czasie skutki, a współczesna gospodarka, współczesne przedsiębiorstwa ich nie uwzględniają, co może oznaczać, że alokacja zasobów nie jest optymalna, a efektywność i wartość przedsiębiorstw jest błędnie oszacowana.

Literatura

- Godłów-Legiędź J., *Główny nurt współczesnej ekonomii: od formalizmu do nowego instytucjonalizmu*, Aneks do H. Landreth, D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, PWN, Warszawa 2005.
- International Valuation Standards*, International Valuation Standards Council, 2007.
- Landreth H., Colander D.C., *Historia myśli ekonomicznej*, PWN, Warszawa 2005.
- Marks K., *Kapitał*, tom 1, Książka i Wiedza, Warszawa 1956.
- Parker R.H., *Discounted cash flow in historical perspective*, „Journal of Accounting Research” vol. 6, no 1 (Spring 1968).
- Pearce D., Moran D., *The Economic Value of Biodiversity*, The World Conservation Union, London 1994.

Professional Standards, National Association of Certified Valuation Analysts, May 2002.

Standard no 110, The Canadian Institute of Chartered Business Valuators, June 2007.

The Hong Kong Business Valuation Forum. Business Valuation Standards, The Hong Kong Business Valuation Forum, November 2005.

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.

Źródło internetowe

[1] <http://dziedzictwo.polska.pl>.

THE HISTORICAL CONTEXT OF BUSINESS VALUATION – SELECTED PROBLEMS

Summary: The article discusses the origins of business valuation from the point of view of the history of economics. Which ideas contributed to today's understanding of business valuation? Can the 'end of history' be announced in this respect? For the purposes of this work, such topics as property, the theory of value and prices as well as the rationality topic were analyzed.