

Paweł Kosiń

Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

Zwiększanie zaangażowania kapitałowego w spółce zależnej a wartość godziwa

Wstęp

Niniejszy artykuł poświęcony jest wycinkowemu problemowi podmiotów gospodarczych, które często wizję swojego rozwoju opierają na koncepcji powiązań kapitałowych kształtujących sieć przedsiębiorstw. Aktywa będące pochodną tych operacji ujawniają się w bilansach w postaci inwestycji długoterminowych. Ich wycena, zgodnie z obowiązującymi rozwiązaniami (Uor, art. 28 ust. 1 pkt 3), może opierać się na cenie nabycia pomniejszonej o ewentualne odpisy z tytułu utraty wartości lub według wartości godziwej.

Wiele podmiotów gospodarczych, zarządzając wartością kapitału dla akcjonariuszy, sięga po to drugie rozwiązanie. Skutki przeszacowania akcji zaliczonych do aktywów trwałych, powodujące wzrost ich wartości do poziomu cen rynkowych, zwiększają kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny. Obniżenie wartości akcji uprzednio przeszacowanych do wysokości kwoty, o którą podwyższono z tego tytułu kapitał (fundusz) z aktualizacji wyceny, jeżeli kwota różnicy z przeszacowania nie była do dnia wyceny rozliczona, zmniejsza ten kapitał lub fundusz (Uor, art. 35 ust. 4). Tylko w nieznacznej części przypadków wartość godziwą można ustalić na aktywnym rynku. Co więcej, dość rzadko możliwe jest odwołanie się do wartości rynkowej instrumentów podobnych. Spółki zależne dość często realizują wyspecjalizowane procesy technologiczne lub organizacyjne, a zatem baza możliwych odwołań w obrocie publicznym (a tylko tam występuje dostępność danych transakcyjnych) jest niedostępna. Stosuje się w konsekwencji podejście dochodowe, którego wyrazem jest zastosowanie procedur aktualizujących wartość prognozowanych strumieni pieniężnych netto. Konsekwencje wzrostu zaangażowania kapitałowego odzwierciedlają się w wartości godziwej instrumentów kapitałowych wycenianej poprzez zastosowanie podej-

ścia dochodowego. Znajomość mechanizmów działających na tym polu może przyczynić się do optymalizacji podejmowanych decyzji z uwzględnieniem zasad zarządzania wartością kapitału własnego.

Zastosowanie wartości dochodowej w oszacowaniu wartości godziwej instrumentów kapitałowych

Proces tworzenia organizacji sieciowej polega na budowie systemu powiązanych z sobą podmiotów, wzajemnie uzupełniających się wiedzą, kompetencjami oraz zasobami materialnymi czy marketingowymi. Poprzez swoją efektywną konfigurację organizacje te mogą elastycznie reagować na zmiany otoczenia, a przede wszystkim szybciej realizować nowe cele identyfikowane w procesach monitorowania ujawniających się okazji.

Spoiwem sieci jest jej zdolność do tworzenia wartości dodanej. Za autorów tej koncepcji uznaje się Brandenburger i Stuart [Brandenburger i Stuart 1996]. Procesy wymiany między partnerami sieciowymi następują w formie transakcji rynkowych, a więc są poddane względnie zobiektywizowanym kryteriom efektywnościowym. Efekt ten pozyskuje się przez podporządkowanie działalności operacyjnej uczestników strategii sieci. Stąd wynika rola i znaczenie mechanizmów koordynujących i tak zwanego koordynatora [Perechuda 2005]. Jest to często podmiot dysponujący możliwościami wynikającymi z posiadania instrumentów kapitałowych i możliwościami będącymi pochodną nadzoru właścicielskiego. Sieci, o których mowa, mogą mieć charakter monocentryczny lub policentryczny.

Ekspansja struktur sieciowych wywołuje narastanie specyficznych dla tej formacji problemów. Alokowanie części ogniw łańcucha wartości poza granicami organizacji wyznaczającymi jej odrębność podmiotową oznacza wzrost wartości aktywów ujawniających się w formie instrumentów kapitałowych w inwestycjach długoterminowych przedsiębiorstw. Zakres obowiązkowych ujawnień reguluje przede wszystkim ustawa o rachunkowości [Uor 1994], ale także wynika z Kodeksu spółek [Ksh 2000]. Wycena tych aktywów może w istotny sposób wpływać na postrzeganie przedsiębiorstwa przez interesariuszy, kształtując wartość aktywów trwałych oraz sumę bilansową, a także strukturę kapitału i wartość kapitału własnego. W myśl IASB, sprawozdania finansowe z założenia nie ukazują wartości jednostki raportującej, lecz dostarczają informacji dla istniejących i potencjalnych inwestorów, pożyczkodawców i innych wierzycieli, przydatnych do oszacowania wartości tej jednostki [IASB 2010].

Wartość godziwa (*fair value*) jako jedyna, poza oczywiście wartością historyczną, została dookreślona na gruncie zasad rachunkowości finansowej¹ i służy prezentacjom bilansowym. Jest to kwota, za jaką dany składnik aktywów w ogóle, a więc także wartość instrumentów kapitałowych, mógłby zostać wymieniony, a zobowiązania uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi niepowiązаныmi stronami. Takie brzmienie ma swe źródło w artykule 28 ustawy o rachunkowości, a także w MSR2 §6, MSR 32 §11, MSR 39 §8 oraz MSSF 1.

Potencjalny charakter transakcji kształtującej wartość godziwą przedsiębiorstwa, którego akcje bądź udziały znajdują się w portfelu inwestycji długoterminowych innego podmiotu, oznacza konieczność przeprowadzenia wyceny. Dopuszczalne jest przyjęcie pewnej hierarchii metod stosowanych w rozważanym zakresie. Hierarchia ta wynika przede wszystkim z zapisów MSR 39, 40 i 41 oraz MSSF 3. Następstwo podejść metodycznych wycen to: cena rynkowa notowana na aktywnym rynku, cena rynkowa z ostatnio przeprowadzonych transakcji, ceny z transakcji rynkowych dotyczących podobnych pozycji, cenowe wyznaczniki branżowe oparte na notowaniach rynkowych, metody dochodowe, metody kosztowe.

Jeżeli wartość godziwa służąca prezentacjom bilansowym i polityce informacyjnej jest sporządzana z zastosowaniem podejścia dochodowego, to wartość godziwa powinna być tożsama z wartością wewnętrzną, wynikającą z analizy fundamentalnej. Zastosowanie podejścia dochodowego wpisuje się w upowszechniający się od lat osiemdziesiątych ubiegłego stulecia pogląd, że nadrzędnym celem każdego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości [Michalak 2010, s. 451]. Dla spółek o zdolności do generowania korzyści finansowych w okresie dłuższym niż realna, wartość dochodowa składa się z dwóch podstawowych komponentów:

- sumy zdyskontowanych przepływów pieniężnych w kolejnych latach, dla których sporządzono szczegółową prognozę,
- zdyskontowanej wartości końcowej (pozostającej po okresie prognozy).

Można to zapisać jako:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{RV}{(1+r)^n} \quad (1)$$

gdzie:

PV – wartość bieżąca (zdyskontowana) dochodów netto (przepływów pieniężnych netto) *CF*,

¹ Niektóre inne definicje wartości, w tym przedsiębiorstwa, wykorzystywane są przez różne dziedziny prawa; wartość rzeczywista przywoływana jest w prawie o spółkach, wartość podatkowa w prawie podatkowym czy inne przykłady.

r – stopa dyskonta,
 t do n – lata prognozy, przy czym n – ostatni okres prognozy,
 RV – wartość pozostająca (rezydualna).

Tak w literaturze, jak i w praktyce spotkać można zróżnicowane techniki wyznaczania stopy dyskonta r . Wydaje się, że zmianę wartości pieniądza w czasie kompleksowo i miarodajnie oddaje średnioważony koszt kapitału przez zrównoważenie oczekiwań co do wewnętrznej stopy zwrotu tak dostawców kapitału własnego, jak i obcego. Pełni więc rolę granicznej stopy oczekiwanej efektywności kapitału zastosowanego w przedsiębiorstwie.

Także wartość rezydualną można identyfikować na różne sposoby [Michalski 2001, s. 61–62]. Wykorzystuje się dalej ogólny zapis z możliwością uwzględnienia dynamiki dochodów po okresie prognozy (model stałego wzrostu). Jeśli symbolem g oznaczona zostanie stopa rocznej zmiany dochodów, to wartość pozostająca wyrażona być może jako:

$$RV = \frac{CF_n(1+g)}{r-g} \quad (2)$$

Sposób oszacowania wartości rezydualnej posiada bardzo istotne znaczenie. Na podstawie obserwacji można stwierdzić, że w wielu przypadkach znacząca część wartości godziwej przyjmowanej na podstawie zastosowania wartości dochodowej zawiera się w tym składniku kalkulacji. To dość istotna konstatacja. Wartość godziwa jest kategorią potencjalną; prezentacja bilansowa nie jest odzwierciedleniem zdarzenia gospodarczego zaistniałego faktycznie, a transakcji teoretycznej. Determinowanie wartości godziwej poprzez wartość rezydualną oznacza dodatkowo, że prezentacja bilansowa jest wynikiem zastosowania uproszczonego modelu.

Wartość dochodowa jest uzależniona przede wszystkim od jakości planowania w szerokim tego słowa znaczeniu. Obejmuje nie tylko prawidłowość pod względem zastosowanych metod, ale także prawidłowość prognoz zmian w otoczeniu i zachowanie zasady ograniczonego optymizmu. Trzeba przypomnieć, że wartość godziwa bywa też nazywana wartością sprawiedliwą, rzetelną, uczciwą [Karmańska 2009, s. 145]. Jako osobny problem rysuje się asymetria informacji między managementem korporacji dokonującej ujawnień bilansowych a otoczeniem. Istnieją wprawdzie normy związane z procedurami wycen, lecz są one sformułowane jako zalecenia opisowe. W niniejszym artykule abstrahuje się jednak od tych uwarunkowań, a ich przywołanie ma na celu jedynie podkreślenie szerszego kontekstu omawianych zagadnień. Dalsze rozważania dotyczą dylematów zwiększania zaangażowania kapitałowego w spółkach zależnych i następstwach

tych decyzji po stronie wartości godziwej instrumentów kapitałowych ujawnianej w bilansach spółki zwiększającej swoje zaangażowanie.

Dotyczy to w szczególności przypadków, gdy objęcie kapitału dotyczy podmiotów znajdujących się w fazie wzrostu cyklu życia organizacji, generujących w okresach prognozowanych dodatnią ekonomiczną wartość dodaną. Tylko pozornie bowiem rachunek w tym zakresie jest prosty, skłaniający do pozytywnych rozstrzygnięć inwestycyjnych. Aby lepiej rozpoznać sytuację problemową, skupiono się na dwóch wariantach. W pierwszym następuje zwiększenie zaangażowania kapitałowego, jednakże bez zmiany w strukturze kapitałowej spółki zależnej. Oznacza to spojrzenie z perspektywy korporacji wchodzącej w części lub w całości w prawa właścicielskie innego podmiotu. W drugim przypadku zwiększenie zaangażowania wynika ze wzrostu wartości kapitału własnego spółki zależnej.

Dylematy decyzyjne w przypadku inwestycji kapitałowych niezменяjących udziału kapitału własnego w strukturze finansowania spółki zależnej

Tytuł niniejszego rozdziału definiuje sytuację decyzyjną. Korporacja dokonująca prezentacji bilansowych zwiększa swoje zaangażowanie kapitałowe przez przejęcie akcji/udziałów innego podmiotu. W wyniku tak skonstruowanej transakcji w kapitale spółki zależnej nie zachodzi zmiana relacji między kapitałem własnym i kapitałem zwrotnym. Tylko pozornie nie zmienia to wartości godziwej instrumentów kapitałowych (akcji/udziałów) spółki zależnej. Należy pamiętać, że sieć przedsiębiorstw, niezależnie od stopnia jej zdominowania, konstruowana jest dla jej walorów wynikających z zachowań synergicznych i komplementarności zasobów. Osiąganie korzyści ekonomicznych jest wynikiem bliskiej współpracy z innymi wyspecjalizowanymi podmiotami współdziałającymi na rzecz twórczego, innowacyjnego działania kreującego nową wartość [Hagel i Brown 2006]. Efektywność generowana w organizacji sieciowej może być postrzegana przez pryzmat pozyskiwania rent. Coraz częściej są one traktowane jako główny motyw tworzenia i funkcjonowania przedsiębiorstwa w sieci międzyorganizacyjnej. Są to przede wszystkim renty uzyskiwane z tytułu dostępu do zasobów partnerów sieciowych [Sroka 2012, s. 27].

Zmiana własnościowa najczęściej prowadzi do zmiany architektury sieci. Zmiany te można rozpatrywać wielopłaszczyznowo, tak w sferze zasobów materialnych reprezentowanych przez partnerów, jak i zasobów relacyjnych, a przede wszystkim intelektualnych. Jeżeli nawet nie dochodzi do zmian zamierzeń roz-

wojowych spółki, której instrumenty kapitałowe są przedmiotem wyceny, to może dojść do zmian niektórych uwarunkowań realizacji tych planów. Istotę rzeczy oddaje koncepcja wzbogacająca kalkulację wartości obecnej prognozowanych strumieni pieniężnych o współczynniki prawdopodobieństwa p zaistnienia nadwyżek pieniężnych [Jaki 2008, s. 140]:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t \cdot p_t}{(1+r)^t} + \frac{RV \cdot p_n}{(1+r)^n} \quad (3)$$

Podobne możliwości daje zastosowanie podejścia wykorzystującego opcje realne [Rogowski 2008]. W obu przypadkach istnieje możliwość oceny zmiany prawdopodobieństwa realizacji celów finansowych spółki w wyniku rekonstrukcji sieci (w mniejszym lub większym stopniu) w wyniku zmian w kapitale jednego z podmiotów.

Wzbogacenie formuły wyceny o współczynniki prawdopodobieństwa czy w szczególności zastosowanie opcji realnych dalece zwiększa trudności związane z wyceną i często poszerza udział uznaniowości czy szacunku eksperckiego w uzyskiwanym wyniku. Jeżeli nawet przywołane narzędzia nie zostaną wykorzystane, konieczna pozostaje refleksja nad stopą dyskonta. Możliwe są tu dwa obszary korekty. Pierwszy to ocena ryzyka specyficznego w kalkulacji oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego (możliwości takie daje chociażby model CAPM). Drugi obszar korekt dotyczy kosztu kapitału pożyczkowego, o ile zmiana w strukturze właścicielskiej ma swoje konsekwencje w ocenie ryzyka szacowanej przez pożyczkodawców.

Dylematy decyzyjne w przypadku inwestycji kapitałowych zwiększających udział kapitału własnego w strukturze finansowania spółki zależnej

W przypadku rozważanego wariantu dokapitalizowania spółki zależnej sytuacja jest nieco odmienna, a można nawet powiedzieć – bardziej skomplikowana. Wartość dochodowa wyznacza wartość obecną przyszłych strumieni pieniężnych. Dokapitalizowanie oznacza, że do wartości zdyskontowanej dodajemy wartość bieżącą dokapitalizowania, czyli wartość godziwa jest sumą wartości godziwej wyjściowej powiększonej o kwotę dokapitalizowania. Czy jednak jest tak w istocie?

Dla uproszczenia analizy zakłada się, że wraz z dokapitalizowaniem nie ustały przesłanki metodyczne, które legły u podstaw ustalenia wartości godziwej w celach bilansowych przez pryzmat wartości dochodowej i spełnia się tym sa-

mym zapisy pkt. 65 MSSF nr 13 wskazujące na potrzebę konsekwentnego stosowania technik wyceny. Pomija się też ewentualność korekt w zakresie przyjętych założeń strategicznych i prognozy dochodów. Wycena możliwości rozwojowych wynikających z zastosowania pozyskanego kapitału jest odrębnym problemem. Niech za ilustrację służy przykład spółki akcyjnej X, której prognozy finansowe przewidywały osiągnięcie strumieni pieniężnych netto w kolejnych okresach w wysokości jak niżej²:

	2014	2015	2016	2017	2018
	-2481,4	1426,0	1886,1	1538,9	2053,4

przy strukturze kapitału w podziale na kapitał własny i obcy:

	2014	2015	2016	2017	2018
udział kapitału własnego	16,82%	19,26%	21,82%	24,43%	27,10%
udział kapitału obcego	83,18%	80,74%	78,18%	75,57%	72,90%

Wartość godziwa prezentowana Spółki X w bilansie Spółki Y, będącej jedynym posiadaczem jej instrumentów kapitałowych, wynosiła 14,0 mln zł. Stopa dyskonta przyjęta do testu na utratę wartości akcji spółki X uwzględniała rzeczywiste oprocentowanie kapitału zwrotnego w wysokości 3,33% (z korektą o skutki tarczy podatkowej) i oczekiwaną stopę zwrotu z kapitału własnego 18,21%. Dawało to wartość 25,7 mln zł (wraz z bilansem otwarcia wolnych środków pieniężnych). Kwota ta znacząco przekraczała wartość bilansową. Bardzo wysoka, jak na warunki bieżące, oczekiwana stopa zwrotu z kapitału własnego wynikała przede wszystkim z oceny ryzyka indywidualnego będącego pochodną niekorzystnej struktury kapitałowej. Było to też przesłanką dokapitalizowania spółki X przez spółkę Y.

Wobec wysokiej wartości DCF można było przypuszczać, że test na utratę wartości wypadnie pozytywnie dla wartości godziwej wyjściowej powiększonej o dokapitalizowanie w kwocie 10,0 mln zł, co daje łącznie wartość 24,0 mln zł. Jednakże dokapitalizowanie wywołało skutki także po stronie struktury kapitału, której prognoza po zmianie ukształtowała się następująco:

	2014	2015	2016	2017	2018
udział kapitału własnego	26,09%	28,19%	30,46%	32,75%	35,11%
udział kapitału obcego	73,91%	71,81%	69,54%	67,25%	64,89%

² Źródłem wszystkich przywołanych dalej danych są testy na utratę wartości realizowane przez autora w 2014 roku. Spółka X jest dynamicznie rozwijającym się podmiotem w branży budowlanej.

Wartość dochodowa spadła do 21,9 mln zł, przy zachowaniu bez zmian pozostałych parametrów modelu wyceny. Rzecz jasna, ograniczeniu uległo oddziaływanie czynników leżących po stronie ryzyka finansowego. Ryzyko indywidualne bazowo oszacowano na poziomie 9,29%. Jego redukcja o dwa punkty procentowe dawała wynik wyceny metodą dochodową powyżej granicy 24,0 mln zł. Dwa punkty procentowe to względnie niewiele, jednakże stanowi to 21,5% wyceny ryzyka indywidualnego dla spółki X. Dyskusyjna pozostaje odpowiedź na pytanie, czy dokapitalizowanie owocujące strukturą kapitału pozostającą poniżej powszechnie przyjmowanych standardów bezpieczeństwa jest dostatecznym uwiarygodnieniem takiej redukcji omawianego parametru?

Nie jest celem niniejszego artykułu poszukiwanie odpowiedzi na tak sformułowane pytanie. Ukazuje ono jednak oddziaływanie dwóch mechanizmów zarządzania finansami korporacyjnymi, wpływającymi na wycenę wartości godziwej. Z jednej strony jest to działanie na rzecz obniżenia szacunków ryzyka dokonywanego przez instytucje otoczenia. Z drugiej strony oddziałują rachunki maksymalizujące wykorzystanie dźwigni finansowej. Decyzje o dokapitalizowaniu zależnych podmiotów sieciowych dokonywane w kontekście zarządzania wartością są w wielu wypadkach kompromisem między tymi uwarunkowaniami.

Wnioski

Zastosowanie wartości godziwej do wyceny aktywów korporacji, w tym niektórych inwestycji długoterminowych otwiera wiele możliwości. Urealnia prezentacje i jednocześnie może wpływać na poprawę wizerunku w otoczeniu. Zakłada się przy tym, że kalkulacje przeprowadzane są z zachowaniem wszelkich reguł merytorycznych i z pełną rzetelnością. Stanowi też specyficzny mechanizm weryfikujący trafność decyzji inwestycyjnych zarządzających firmą. Niezależnie od mniej lub bardziej uzasadnionych głosów krytyki, wartość godziwa staje się ważnym instrumentem komunikacji i *corporate governance*. Przez to posiada swoje miejsce na tle zarządzania wartością kapitału dla akcjonariuszy. Potwierdzeniem tego spostrzeżenia może być fakt wzbogacenia przez MSSF w 2009 roku sprawozdania z całkowitych dochodów. Można byłoby też wykazać, że zdefiniowana metodami dochodowymi wartość godziwa niektórych inwestycji długoterminowych stanowi potencjalnie ważne ogniwo systemu budżetowania spółek zależnych traktowanych jako centra zwrotu z inwestycji kapitałowych. Wartość godziwą uznaje się nawet za nowy paradygmat rachunkowości w zakresie wyceny, który wypiera stary paradygmat oparty na zasadzie ostrożności i koszcie historycznym [Gmytrasiewicz 2009].

Pojawia się równolegle wiele nowych problemów decyzyjnych. Niniejszy artykuł poświęcony jest konsekwencjom wzrostu kapitału spółki zależnej w zakresie wartości godziwej jej kapitału prezentowanej w sprawozdawczości holdera. Za zasadne należy uznać rozróżnienie dwóch odmiennych sytuacji: dokapitalizowania bez wzrostu wartości kapitału własnego ogółem (a więc poprzez przejęcie udziałów/akcji innych partnerów) lub dokapitalizowania przez emisję nowych akcji/udziałów. W pierwszym przypadku najistotniejsze są konsekwencje, które mogą pojawić się w zakresie konfiguracji sieci i jej związku do kreowania wartości dodanej. Dotyczy to także sytuacji, w których cele strategiczne spółki dokapitalizowanej oraz plany ich realizacji nie ulegają zmianie. Praktyka i teoria wyceny przedsiębiorstw stwarza tu wiele możliwości uwzględnienia zmian.

W drugim z wymienionych przypadków za kluczowe uznaje się wypośredkowanie korzyści między poprawą oceny ryzyka związanego z dokapitalizowaną spółką a maksymalizacją efektów zastosowania dźwigni finansowej.

Rozwój organizacji sieciowych i ich skuteczność we współczesnej gospodarce sprawiają, że poruszane kwestie, aczkolwiek wycinkowe, pojawiać się będą w obszarze podejmowanych decyzji korporacyjnych coraz częściej. Kompetencje w zarządzaniu wartością dla akcjonariuszy poprzez instrumenty prezentacji bilansowych zyskują rosnące znaczenie wraz z ewolucją rachunkowości finansowej.

Literatura

- BRANDENBURGER A.M., Stuart H.W., 1996: *Value Based Business Strategy*, Journal of Economics and Management Strategy, vol. 5, No 1.
- GYMTRASIEWICZ M., 2009: *Wybrane problemy teoretyczne współczesnej rachunkowości*, [w:] *Problemy współczesnej rachunkowości*, SGH, Warszawa.
- HAGEL J., BROWN J.S., 2006: *Organizacja jutra-zarządzanie talentem, współpracą i specjalizacją*, Wydawnictwo Helcon-One Press, Gliwice.
- IASB, *The conceptual framework for financial reporting 2010*, London 2010.
- JAKI A., 2008: *Wycena przedsiębiorstw. Pomiar i ocena wartości*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- KARMAŃSKA A., 2009: *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa.
- MICHALAK M., 2010: *Tworzenie i pomiar wartości*, [w:] Sobańska I. (red.): *Rachunkowość zarządcza. Podejście strategiczne i operacyjne*, CH Beck, Warszawa.
- MICHALSKI M., 2001: *Zarządzanie przez wartość*, WIG Press, Warszawa.
- PERECHUDA K., 2005: *Dyfuzyja wiedzy w przedsiębiorstwach sieciowych*, AE Wrocław.
- ROGOWSKI W. (red.), 2008: *Opcje realne w przedsięwzięciach inwestycyjnych*, SGH Warszawa.
- SROKA W., 2012: *Sieci aliansów. Poszukiwanie przewagi konkurencyjnej przez współpracę*, PWE, Warszawa.

Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (Dz.U. nr 121, poz. 591 z późniejszymi zmianami).

Ustawa z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych (Dz.U. nr 94, poz. 137 z późniejszymi zmianami).

Abstrakt

Niniejszy artykuł poświęcony jest problemowi podmiotów gospodarczych, które realizują wizję rozwojową w oparciu o koncepcję grupy kapitałowej i powiązań sieciowych. Aktywa spółek zależnych ujawniają się w bilansach w postaci inwestycji długoterminowych. Ich wartość, zgodnie z obowiązującymi rozwiązaniami, może być wyrażona jako wartość godziwa. Zwiększanie zaangażowania kapitałowego w spółkach zależnych, optymalizowane według kryteriów zarządzania wartością kapitału dla akcjonariuszy musi uwzględniać wiele uwarunkowań wynikających z zasad wyceny.

Kluczowym problemem jest analiza konsekwencji wzrostu kapitału spółki zależnej w zakresie wartości godziwej jej kapitału prezentowanego w sprawozdawczości holdera. Za zasadne należy uznać rozróżnienie dwóch odmiennych sytuacji: dokapitalizowania bez wzrostu wartości kapitału własnego ogółem (a więc poprzez przejęcie udziałów/akcji innych partnerów) lub dokapitalizowania poprzez emisję nowych akcji/udziałów. W pierwszym przypadku najistotniejsze są konsekwencje, które mogą pojawić się w zakresie konfiguracji sieci i jej zdolności do kreowania wartości dodanej. W drugim z wymienionych przypadków za kluczowe uznaje się wypośrodkowanie korzyści między poprawą oceny ryzyka związanego z dokapitalizowaną spółką a maksymalizacją efektów zastosowania dźwigni finansowej.

Słowa kluczowe: dokapitalizowanie, wartość godziwa, zarządzanie wartością dla akcjonariuszy, sieć zdominowana

The capital involvement growth in the subsidiary company and its fair value

Abstract

This article is given to economic units, which realize their vision of growth basing on capital group and network connections conceptions. Assets of subsidiary companies are shown as a long term investments in balances. Their value may be expressed, according to the valid regulations, as a fair value. The capital

involvement growth in the subsidiary company has to consider several conditions of valuations principles, in accordance with shareholder management criteria.

The analysis of the subsidiary company equity increase consequences in holder's reports is the key problem. Two different situations have been taken into account in this article: the capital involvement growth without total equity increase (it means, by the takeover of other partners shares) and the involvement by new shares emission. In the first case, the network reconfigurations consequences on the field of economic value added creating ability are most important. In the second mentioned case, the profits balance between improvement of risk estimations of subsidiary company and the effects of the degree of financial leverage is treated as an essential criterion.

Key words: recapitalization, fair value, shareholders management, dominated network

