

# Edward Szczepanik

---

## Specyfika wyceny małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce

---

Zarządzanie. Teoria i Praktyka nr 2, 37-48

---

2010

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

**Edward Szczepanik**

Wyższa Szkoła Menedżerska w Warszawie

## **SPECYFIKA WYCENY MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW (MSP) W POLSCE**

### ***Streszczenie***

*Autor zaprezentował w artykule, kryteria ilościowe i jakościowe wyceny małych i średnich przedsiębiorstw oraz wykazał zróżnicowanie tych pojęć w poszczególnych krajach. Omawiając kryteria zwrócił uwagę na cechy ekonomiczne jakimi charakteryzują się małe i średnie firmy. Analiza wyceny wartości podmiotów gospodarczych w oparciu o przyjęte kryteria umożliwia dokonanie oceny efektywności danego przedsiębiorstwa (firmy), wyrażone w oparciu o zasady rachunkowe i konkretne mierniki.*

*Wycena wartości przedsiębiorstwa w każdym przypadku jest złożona i przeprowadzona w konkretnych celach, jak: prywatyzacja, nacjonalizacja, sprzedaż, dzierżawa, leasing, fuzja, wniesienie jako aport do innego podmiotu, utworzenie joint venture z innym podmiotem, a także różnorodne zabezpieczenia.*

*Wyceny przedsiębiorstw (firm) dokonujemy w oparciu o różne metody, które autor prezentuje w treści artykułu. Dobór metod wyceny w znacznej mierze wpływa na sprawność i rzetelność wyceny każdego przedsiębiorstwa.*

**Słowa kluczowe:** wycena przedsiębiorstw, metody ilościowe i wartościowe, wartość przedsiębiorstwa.

Analizując pojęcie małych i średnich przedsiębiorstw na podstawie literatury przedmiotu można dojść do wniosku, iż nie jest ono jednoznacznie zdefiniowane. Zarówno w literaturze, jak też w praktyce gospodarczej istnieje wiele pojęć i definicji na określenie tych podmiotów gospodarczych. Zaliczenie danej jednostki do sektora małych i średnich przedsiębiorstw może być oparte na róż-

nych kryteriach. A. Skowronek – Milczarek wskazuje, że najczęściej są to kryteria jakościowe i ilościowe<sup>1</sup>.

W kryteriach jakościowych podkreśla się ekonomiczną i prawną samodzielność właściciela firmy. Oznacza to, że właściciel może realizować w przedsiębiorstwie każde przedsięwzięcie na własne ryzyko, nie podlegając przy tym kontroli osób trzecich. Dzięki temu firmy osiągają niezależność i swobodę decyzyjną. Ponadto stanowią główne źródło utrzymania dla właściciela i członków jego rodziny, którzy bardzo często są tam zatrudnieni, co wprowadza rodzinne stosunki w przedsiębiorstwie.

Kolejną cechą jakościowego opisu małej / średniej firmy jest szczególny charakter gospodarki finansowej tych jednostek. Firma powstaje z oszczędności właścicieli oraz pożyczek od krewnych lub znajomych. Natomiast finansowanie fazy rozwojowej tych jednostek oparte jest z reguły na nadwyżkach finansowych generowanych wewnątrz firmy, co często sprawia, że firmy mając ograniczone zasoby nie rozwijają się w dostatecznym tempie. Posiadają również mniejsze możliwości wykorzystywania źródeł finansowych związanych z rynkiem kapitałowym, dostępnych dla przedsiębiorstw o odpowiednio wysokim poziomie zaangażowania majątku i wielkości generowanych przychodów<sup>2</sup>.

Cechą jakościową firm tego sektora są także ich struktury organizacyjne o niewielu szczeblach zarządzania, małej rozpiętości, krótkich kanałach przepływu informacji, praktycznie z jednym centrum decyzyjnym. Tego typu struktury płaskie podnoszą szybkość reakcji przedsiębiorstwa na zmiany w otoczeniu, zatem mogą się przyczyniać do wzrostu efektywności funkcjonowania. Ponadto sprzyjają elastyczności oraz zachowaniom przedsiębiorczym, co generalnie pozwala zwiększać wartość rynkową firmy<sup>3</sup>.

A. Skowronek-Milczarek podkreśla, że kryteria ilościowe wyodrębniania małych i średnich przedsiębiorstw są zróżnicowane w poszczególnych krajach. Są też zmienne w kolejnych latach. Jako najczęściej wyróżnianie kryteria zaliczania podmiotów gospodarczych do sektora MSP występuje:

- wielkość zatrudnienia,
- wartość majątku, czyli aktywów,
- wartość obrotu, tj. przychodów z całokształtu działalności, lub podstawowej działalności operacyjnej (sprzedaż wyrobów, usług i towarów)<sup>4</sup>.

W większości przypadków wiodącym kryterium jest liczba osób pracujących w danej jednostce. Wyodrębnienie grupy podmiotów według kryterium liczebności osób pracujących wykorzystywane jest do dalszych podziałów i charakte-

---

<sup>1</sup> A. Skowronek- Milczarek, *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, „Monografie i Opracowania” 2000, nr 49, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, s. 9.

<sup>2</sup> Tamże, s. 9.

<sup>3</sup> Tamże, s. 10.

<sup>4</sup> Tamże, s. 10.

rystyki potencjału ekonomicznego, jakim mogą być: majątek, kapitał, obrót, wyniki finansowe, nakłady inwestycyjne itp.

Z kolei B. Piasecki<sup>5</sup> uznał, że punktem wyjścia definicji małej i średniej firmy mogą być rozważania dotyczące korzyści skali, zwłaszcza analiza skali minimalnej efektywności (MES). Z tego punktu widzenia małą firmę można zdefiniować jako taką, która operuje poniżej minimalnej efektywności przyjętej dla danego rynku. Taka interpretacja ignoruje absolutny rozmiar firmy, umożliwiając jedynie wyznaczenie względnej skali operacji (wielkość firmy) w relacji do operacji prowadzonych na większą skalę (do większej firmy).

B. Piasecki ponadto wskazuje, że w praktyce większe znaczenie przywiązuje się do łatwiejszych, do wyznaczania i interpretacji bezwzględnych miar wielkości, przyjmując najczęściej za podstawę:

- kryteria ilościowe, do których zaliczyć można m.in. wielkość zatrudnienia (liczba zatrudnionych lub pracujących), wartość rocznych obrotów, wartość majątku trwałego itd.;
- kryteria jakościowe, wśród których najczęściej uwzględnia się takie cechy firmy, jak: niezależność finansową, jedność własności i zarządzania, udział w rynku, strukturę organizacyjną (stopień jej spłaszczenia) itd.<sup>6</sup>

Kryteria te mogą być wykorzystywane w formie czystej (używanie wyłącznie kryteriów ilościowych lub tylko jakościowych) lub mieszanej, zależnie od celu dokonywanego podziału i metod grupowania firm.

Klasyfikacji opartej na kryteriach jakościowych dokonała Teresa Łuczka, za punkt wyjścia przyjmując tezę o wyodrębnianiu się struktury społecznej klasy średniej, definiowanej jako „reszta” struktury zawartej pomiędzy dwoma jej biegunami, tj. klasą wyższą i klasą niższą<sup>7</sup>. Część klasy średniej, tzw. ekonomicznie samodzielna klasa średnia wykształciła typowy dla niej, odrębny rodzaj przedsiębiorstw, oparty na tych samych generalnych przesłankach, które definiują położenie klasy średniej w ogólnej strukturze społeczeństwa, tj. z własności prywatnej i osobistej pracy właściciela kapitału. Tego rodzaju przedsiębiorstwa „właściwe klasie średniej”, posiadają szereg jakościowych cech strukturalnych, ograniczających w naturalny sposób wielkość takich firm, wśród których najważniejszą rolę odgrywają:

- samodzielność ekonomiczna i prawna właściciela (będąca kryterium zasadniczym), rozumiana jako stan, w którym właściciel przedsiębiorstwa, opierając się na swoim prawie własności, jest w stanie (de iure i de facio) zrealizować w przedsiębiorstwie na własne ryzyko każdy swój zamiar, nie podlegając przy tym żadnej kontroli osób trzecich,
- nacechowanie społecznej struktury przedsiębiorstwa przez osobę właściciela,

<sup>5</sup> B. Piasecki, *Przedsiębiorczość i mala firma, teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998, s. 86.

<sup>6</sup> Tamże, s. 86.

<sup>7</sup> T. Łuczka, *Pojęcie klasy średniej a kategoria małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1995, R. LVII, z. 3, s. 109-122.

- szczególnie charakter gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, dotyczący głównie sposobu postępowania tych przedsiębiorstw w sprawach finansowych,
- szczególna struktura organizacyjna z jednym centrum decyzyjnym, którym jest właściciel, co decyduje o formie i treści wszystkich podstawowych funkcji przedsiębiorstwa, eliminując straty spowodowane konfliktami interesów różnych grup zawodowych i indywidualnych menedżerów, tym samym zwiększając szybkość firmy w dostosowywaniu się do potrzeb rynku i w łatwości wdrażania innowacji<sup>8</sup>.

W literaturze ponadto wyróżnia się różnorodny podział cech, którymi charakteryzują się małe firmy. Ogólnie można je podzielić na społeczne i ekonomiczne.

Do cech społecznych należy zaliczyć:

- małe firmy, które są źródłem nowych miejsc pracy, co przy obecnym bezrobociu w naszym kraju posiada wielkie znaczenie,
- występowanie bardziej bezpośrednich i mniej antagonistycznych stosunków pracy ( brak różnorodnych protestów, które w przypadku wielkich przedsiębiorstw często paraliżują dany region lub branżę gospodarki)<sup>9</sup>.

Z kolei do cech ekonomicznych, jakimi charakteryzują się małe firmy, można zaliczyć:

- ścisły związek pomiędzy rentownością firmy, a dochodem właściciela (jedność własności i bezpośredniego kierowania),
- jedność własności i kontroli ( ryzyko prowadzenia działalności ponosi właściciel),
- możliwość szybkiego podejmowania decyzji dzięki małym rozmiarom (szybszy przepływ informacji, częstsze kontakty między pracownikami i właścicielem, brak rozbudowanej biurokracji),
- dużą elastyczność w dostosowywaniu się do potrzeb rynku (potrzeb klienta),
- szybką reakcją na zmiany zachowań otoczenia firmy,
- niską kapitałochłonność (powstanie małej firmy wymaga mniejszych środków inwestycyjnych niż budowa dużego przedsiębiorstwa, czego efektem jest krótszy okres tworzenia firmy),
- możliwość powstawania dużej liczby firm (dzięki skali ich działalności), co jest niezbędne dla istnienia silnej konkurencji,
- twardą dyscyplinę finansową (małe firmy nie korzystają z dotacji budżetowych, które zwiększają inflację w państwie),
- wprowadzenie nowych technologii, produktów i usług (z badań przeprowadzonych w krajach kapitalistycznych wynika, że małe firmy są źród-

---

<sup>8</sup> Tamże, s. 115-116.

<sup>9</sup> J. Hozer, I. Markowicz, *Małe firmy. Analizy i diagnozy*, „Rozprawy i Studia” T. (DXI) 437, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002, s. 11.

dłem różnorodnych innowacji, które przyczyniają się do umocnienia pozycji danej firmy na rynku lub zaistnienia na nim nowej firmy),

- wysoka efektywność działania<sup>10</sup>.

Definiując nadrzędny cel funkcjonowania przedsiębiorstwa pojawia się zagrożenie pomnażania jego wartości. Inwestorzy dążą do uzyskania ponadprzeciętnego zwrotu na zaangażowanym przez siebie kapitale. Dlatego, aby z ich punktu widzenia wybrane przedsięwzięcie biznesowe uzyskało miano najlepszej z dostępnych alternatyw, generować powinno długoterminową nadwyżkę finansową, powodując tym samym wzrost stabilności i konkurencyjnej pozycji firmy oraz gwarantować bieżącą premię z wypracowanego zysku.

Współcześnie przyjmowanie wzrostu wartości przedsiębiorstw jako ich celu strategicznego staje się coraz bardziej popularne. W tej sytuacji konieczne jest lepsze poznanie narzędzi służących do pomiaru stopnia realizacji tego celu. Głównym zadaniem oceny efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa jest dostarczenie kierownictwu przedsiębiorstwa niezbędnych przesłanek do sformułowania strategii pozwalającej osiągnąć wysoki stopień realizacji jego oczekiwań. Trzy podstawowe funkcje oceny efektywności to:

- funkcja ewaluacyjna – czyli bezpośrednie porównanie wyników i nakładów;
- funkcja rozwojowa – odnosząca się do wykrycia i ukierunkowania możliwości konkurencyjnych i rozwojowych przedsiębiorstwa;
- funkcja kontrolna – porównanie efektywności uzyskanej z zamierzoną<sup>11</sup>.

Do zadań controllingu należy wspieranie kierownictwa przedsiębiorstwa przy formułowaniu i wzajemnym dostosowywaniu wszystkich celów częściowych oraz koordynacja pojedynczych czynności i obszarów działalności przedsiębiorstwa ze względu na te cele.

Efektywność oznacza maksymalizację efektu przy danym nakładzie lub minimalizację nakładu przy danym efekcie - generalnie sprowadza się to do uzyskania jak największej relacji. Efektywność ekonomiczna oznacza, uzyskanie zamierzonego efektu najniższym kosztem lub uzyskania maksymalnego efektu przy danym koszcie. W tym przypadku nakład zostaje wyrażony w pieniądzu i staje się kosztem.

Ocena efektywności polega na porównaniu efektów z nakładami potrzebnymi do ich uzyskania. Składa się ona z rachunku efektywności oraz opisowej oceny efektywności<sup>12</sup>.

Z kolei w opisowej ocenie efektywności przeprowadzona jest ocena według schematów niesformalizowanych logicznie (często używane są w niej opinie ekspertów).

<sup>10</sup> Tamże, s. 12.

<sup>11</sup> L. Czachowski, *Wielowymiarowa ocena efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa przemysłowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1997, s. 73.

<sup>12</sup> W. Kurek (red.), *Rachunek ekonomiczny w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1998, s. 58.

Istnieją różne kryteria oceny efektywności. Kryterium to cecha, na podstawie której dokonuje się oceny, określenia lub zaklasyfikowania czegośkolwiek. Za kryterium uważa się też miernik, który jest podstawą oceny, sprawdzeniem sądu. Dlatego za kryteria oceny efektywności można uznać mierniki służące do oceny tej efektywności.

Warto przeprowadzić porównanie tych kryteriów, szczególnie przeanalizować te, które uwzględniają ryzyko w ocenie efektywności. Przy ocenie efektywności ważne jest również uwzględnienie efektywności opisowej, która jest od dawna wykorzystywana w firmach. Obecnie istnieją metody takie jak na przykład strategiczna karta wyników, które pozwalają oceniać łącznie nakłady i efekty.

Różnorodność metod pomiaru wartości przedsiębiorstwa oraz stosowane zasady rachunkowości powodują konieczność istnienia kategorii „wartość firmy” (goodwill). Ze względu na wystąpienie różnic w wycenach przedsiębiorstwa, dokonywanych w tym samym czasie i warunkach, ale przez różne gremia i na różne potrzeby, zaistniała konieczność wyjaśnienia pojawienia się „luki”. Różnicę między księgową a rynkową wartością przedsiębiorstwa zwykle nazywają się wartością firmy. Angielski termin goodwill (tłumaczony na język polski jako wartość firmy) oznacza:

- wartość przedsiębiorstwa w postaci inwentarza, reputacji i wyrobionych stosunków<sup>13</sup>,
- przywileje handlowe firmy będącej dobrze prosperującym przedsiębiorstwem.

W momencie, w którym firma dysponuje uzgodnioną strategią działania, należy przejść do określenia wskaźników – dla każdego z elementów mapy należy znaleźć przynajmniej jeden miernik. Warto wcześniej zbudować bazę potencjalnych mierników – listę, z której można będzie wybierać i dopasowywać odpowiednie wskaźniki. W trakcie prac może okazać się, że istnieją obszary, dla których mierniki zebrane w bazie nie mogą zadowalająco opisać elementu strategii. Wtedy z pomocą przychodzi analiza procesów. Jest to analiza typu „bottom – up”, przeprowadzana dla procesów związanych z problematycznymi obszarami mapy strategii. W ramach analizy badane są poszczególne mapy procesów w celu określania mierników mierzących efektywność danego procesu<sup>14</sup>.

Podobnie jak w przypadku analizy tworzenia w firmie, nie jest zasadne, aby były to wszystkie znalezione w ten sposób wskaźniki. Ostateczna selekcja wskaźników jest w tym przypadku jednak trudniejsza niż w przypadku analizy tworzenia wartości, gdyż poszczególne wskaźniki nie są połączone zależnościami matematycznymi. Selekcja opiera się zatem na czysto jakościowej ocenie ze względu na następujące kryteria:

<sup>13</sup> J. Stanisławski, *Wielki słownik angielsko-polski*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1983, s. 356.

<sup>14</sup> B. Znojek, *Jak mierzyć strategię*, „CFO – Magazyn Finansistów”, 1/2005.

- wpływ na pozycję firmy – jak bardzo pozycja konkurencyjna firmy zależna jest od wartości tego wskaźnika,
- możliwości kontroli – jak duży wpływ na ten wskaźnik mają działania podejmowane przez organizację,
- mierzalność – jak łatwo jest zebrać dane i określić wartość danego wskaźnika.

Nie bez znaczenia jest wykorzystanie metod pomiaru analizy produktywności, ponieważ różne grupy ludzi (menedżerowie, pracownicy, inwestorzy, klienci, związki handlowe) mają różne cele. Zwykle metoda pomiaru jest określana na podstawie celu analizy produktywności, który może być następujący:

- porównanie przedsiębiorstwa z liderami sektora lub konkurencją,
- określenie odpowiedniej produktywności departamentów i pracowników,
- porównanie relatywnych korzyści płynących z różnych typów nakładów dla celów rokowań zbiorowych i systemu udziału w zyskach.

W perspektywie finansowej określa się zadania zapewniające osiągnięcie założonych celów przez przedsiębiorstwo, zarówno w krótkim jak i długim okresie czasu. Należy więc uwzględnić rozwój produktu, wyróżnić poszczególne fazy cyklu życia produktu oraz dopasować do nich wskaźniki. Wskaźniki te będą różne dla różnej sytuacji, w zależności od tego, w jakiej fazie rozwoju znajduje się przedsiębiorstwo lub jego produkty i tak:

- dla fazy wprowadzania nowych produktów należy przyjąć wskaźniki wzrostu sprzedaży (np. wskaźniki tempa sprzedaży lub sprzedaż na jednego zatrudnionego),
- w fazie dojrzałości przyjąć zadania zmniejszania kosztów,
- w fazie stabilizacji przyjąć wskaźniki rentowności produktu (np. rentowność grup asortymentowych).

Wartość rynkowa aktywów firmy to suma rynkowej wartości kapitału własnego, wartości długu pomniejszonego o nieoprocentowane zobowiązania bieżące. Wskaźnik EVA podaje różnicę pomiędzy rzeczywiście osiągniętym w danym roku zyskiem operacyjnym pomniejszonym o podatki, a minimalnym zyskiem wymaganym przez inwestorów. Dodatnia wartość EVA oznacza, że przedsiębiorstwo wypracowało na rzecz inwestorów dodatkowe środki. Praktyczne obliczenie wartości EVA na podstawie danych księgowych wymaga wprowadzenia około 164 korekt, co jest pracochłonne. Dlatego opracowano jego modyfikacje łatwiejsze do obliczenia. Są nimi np. wskaźniki ROA CFROI czy RCF, o których będzie mowa poniżej.

Wycenę wartości przedsiębiorstwa przeprowadza się w konkretnych celach, takich jak: prywatyzacja, nacjonalizacja, sprzedaż, dzierżawa, leasing, fuzja, wniesienie jako aport do innego podmiotu, utworzenie *joint venture* z innym podmiotem, zabezpieczenie itp.

Każda klasyfikacja metod wyceny winna w swojej treści odzwierciedlać istnienie zróżnicowanych elementów tworzących wartość przedsiębiorstwa, jak



i sposób oraz zakres ich oddziaływania na jego wartość. Pogląd taki stał u podstaw klasyfikacji metod wyceny prezentowanych w literaturze niemieckojęzycznej<sup>15</sup>. Biorąc pod uwagę fakt, iż przy określaniu wartości przedsiębiorstwa bazuje się z jednej strony na niezbędnych nakładach poniesionych na jego stworzenie (odpowiadających wartości jego substancji majątkowej) oraz na użyteczności przedsiębiorstwa (z punktu widzenia jego właścicieli), wiążącej się ze zdolnością do generowania zysków, wyróżniono na bazie tak zdefiniowanej wartości przedsiębiorstwa następujące grupy metod wyceny:

- metody wyceny substancji majątkowej przedsiębiorstwa, oparte na wartości odtworzeniowej bądź likwidacyjnej;
- czyste metody dochodowe, oparte na zdyskontowanych dochodach okresów przyszłych (zyskach, cash flows, dywidendach);
- metody uwzględniające tzw. wartości reputacji (goodwill), a wśród nich takie metody, jak m.in. stuttgarcka oraz U.E.C. (anglosaksońska);
- metody oparte na wartości średniej (niemiecka i szwajcarska);
- inne metody wyceny, w tym metody oparte na notowaniach giełdowych podobnych przedsiębiorstw<sup>16</sup>.

Zbliżony układ klasyfikacyjny metod wyceny przedsiębiorstw spotkać można także w literaturze polskiej. Przykładem takim jest klasyfikacja zaproponowana przez M. Kufła, który klasyfikując metody wyceny wyróżnia następujące ich grupy:

- metody dochodowe, oparte na kosztach odtworzenia majątku przedsiębiorstwa;
- metody mieszane wiążące wartość majątkową z dochodową, a wśród nich, metody średniej wartości (metoda niemiecka Schmalenbacha, metoda szwajcarska) oraz metody z zyskiem dodatkowym jako źródłem wartości reputacji (metoda zakupu rocznego year's purchase i okresowej kapitalizacji zysku dodatkowego – stuttgarcka i U.E.C.);
- metody niekonwencjonalne, obejmujące metody wyceny przez porównanie rynkowe (multiplikacyjne) oraz metody wyceny z opóźnieniem czasowym<sup>17</sup>.

Podobną klasyfikację metod wyceny przedsiębiorstw zaproponował także D. Zarzecki, który do metod niekonwencjonalnych zaliczył obok metod wyceny z opóźnieniem czasowym również metody oparte na tzw. teorii opcji, natomiast metody multiplikacyjne (porównawcze) wydzielił jako odrębną grupę metod wyceny<sup>18</sup>.

W oparciu o jeszcze inny podział wyróżnia się metody:

- księgową;
- składnikową (odtworzenia);

<sup>15</sup> A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstw, pomiar i ocena wartości*, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków 2000, s. 109.

<sup>16</sup> Tamże, s. 109.

<sup>17</sup> M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko Biała 1992, s. 18-19.

<sup>18</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999, s. 57-58.

- przychodowe (zdyskontowanego zysku, price earnings ratio, zdyskontowanych dywidend);
- sumaryczną (cash flows);
- mieszane, oparte na wartości majątku przedsiębiorstwa i wartości reputacji (goodwill)<sup>19</sup>.

Powyższa klasyfikacja stanowi pewne uszczegółowienie dwóch poprzednich, taktując oddzielnie dwie metody wyceny majątku przedsiębiorstwa (księgową i odtworzenia) oraz wydzielając metodę nazywaną tutaj sumaryczną, która jest również odmianą metody dochodowej (przychodowej), opartą na strumieniach pieniężnych (*cash flows*)<sup>20</sup>.

A. Kamela-Sowińska zwraca uwagę na to, że różne elementy pochodzące ze wszystkich podanych układów klasyfikacyjnych odnaleźć można w klasyfikacji metod wyceny pochodzącej z licznych publikacji z zakresu rachunkowości. Wyróżniają one następujące zasadnicze grupy metod:

- historyczną, czyli księgową (book value method);
- ogólnej siły nabywczej pieniądza (general purchasing power method);
- wartości bieżącej (current value method), występującej w odmianie dochodowej (income based) oraz odmianie majątkowej (asset based), opartej na kosztach odtworzenia bądź metodzie upłynnienia (realizacji, likwidacji);
- mieszane w postaci metody średniej wartości (Schmalenbacha) lub w postaci metody kapitalizacji zysku dodatkowego<sup>21</sup>.

A. Jaki podkreśla, że zasadniczym wspólnym elementem charakteryzującym wszystkie zaprezentowane układy klasyfikacyjne metod wyceny jest zarysowująca się wśród nich rozróżnienie na metody:

- majątkowe;
- dochodowe;
- mieszane<sup>22</sup>.

Inne wymienione w poszczególnych klasyfikacjach grupy metod, takie jak na przykład metody multiplikacyjne (mnożnikowe, rynkowe) czy też metoda wyceny z opóźnieniem czasowym, opierają się również na dochodach przedsiębiorstwa (sile dochodowej przedsiębiorstwa), zatem mogą być zaliczane do metod dochodowych.

J. Śliwa twierdzi, że złożoność uwarunkowań i celów w jakich dokonuje się wyceny, uniemożliwia jednoznaczne określenie najbardziej poprawnej metody wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa. Z tego względu w literaturze podmiotu

<sup>19</sup> M. Groszek, S. Kasiewicz, *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Toruń 1991, s. 14-27.

<sup>20</sup> A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa, pomiar i ocena wartości, op. cit.*, s. 111.

<sup>21</sup> A. Kamela-Sowińska, *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*, „Rachunkowość” 1992, nr 6.

<sup>22</sup> A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa, pomiar i ocena wartości, op. cit.*, s. 109.

wymienia się sporą ilość mniej lub bardziej poprawnych metod. Dadzą się one zakwalifikować do jednej z dwóch grup:

- do metod opartych na rzeczowych składnikach majątku przedsiębiorstwa;
- do metod bazujących na ocenie zdolności przedsiębiorstwa do kreowania dochodów w przyszłości<sup>23</sup>.
- Do grupy pierwszej należą przede wszystkim metody:
  - wartości księgowej,
  - likwidacyjna,
  - odtworzeniowa.
- Z kolei do grupy drugiej zalicza się metody:
  - zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych,
  - mnożników rynkowych,
  - mnożników opartych na dywidendzie.

Na bazie wymienionego układu klasyfikacyjnego można także dokonać dodatkowych podziałów, tj. podzielić wyróżnione grupy i podgrupy metod z punktu widzenia dwóch dalszych kryteriów. Można mianowicie wyróżnić metody służące wycenie tylko majątku przedsiębiorstwa (majątkowe), jak również te, które umożliwiają dokonanie wyceny przedsiębiorstwa jako całości (dochodowe i mieszane). Biorąc równocześnie pod uwagę możliwość praktycznego, powszechnego i szerokiego wykorzystania wymienionych metod w warunkach gospodarki polskiej, można wśród wymienionych metod wyróżnić dwie grupy, a mianowicie:

- metody, które aktualnie mogą być w pełni wykorzystane dla celów wyceny przedsiębiorstw;
- metody, których zastosowanie aktualnie jest w znacznym stopniu ograniczone<sup>24</sup>.

Pierwsza z wymienionych grup obejmuje wszystkie metody majątkowe i mieszane oraz dochodowe, oparte na zdyskontowanych strumieniach pieniężnych, druga – metody wyceny wielokrotnej (mnożnikowe), których masowe stosowanie związane jest z koniecznością istnienia rozwiniętego rynku kapitałowego masowo walującego kapitał<sup>25</sup>.

Przedstawione powyżej metody wyceny przedsiębiorstwa są zróżnicowane pod względem formy, sposobu i celu. Ich różnorodność bierze się z odmiennych podejść do wyceny przedsiębiorstwa, które odzwierciedlają doraźne potrzeby tego procesu. W dokonywanych wycenach uwzględniany jest wpływ wielkości przedsiębiorstwa, stopień kontroli przez różnych interesariuszy (pakiety mniejszościowe lub kontrolne), płynność i stopień zbywalności akcji lub udziałów

<sup>23</sup> J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw w zarysie*, Wydawnictwo WSH Warszawa, 1997, s. 142.

<sup>24</sup> Tamże, s. 113.

<sup>25</sup> R. Borowiecki, A. Jaki, *Skala i przyczyny zróżnicowania wyników przedsiębiorstw prywatyzowanych i ich majątku*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, J. Duraj (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997, s. 54.

przedsiębiorstwa jak i potencjalne efekty synergii możliwe do uzyskania przez inwestora strategicznego. Dla średniej wielkości przedsiębiorstw w sytuacjach gdzie koszty sporządzania wyceny mogą być istotne dysponujemy procedurami standardowych wycen za stałą cenę.

Sprawność wyceny polega na umiejętnym wyborze takich metod, które będą odpowiednie z punktu widzenia określonego celu wyceny oraz specyficznej sytuacji badanego podmiotu. Dlatego trudno określić, która metoda jest najlepsza. Można jedynie zauważyć, że powstają coraz to nowsze, efektywniejsze metody wyceny. Wybierając najefektywniejszą metodę wyceny trzeba pamiętać, że w celu dokonania prawidłowej wyceny przedsiębiorstwa należy uwzględnić szacunki dwóch wartości: majątku przedsiębiorstwa oraz stopnia zorganizowania środków i czynników produkcji z punktu widzenia zdolności do ponoszenia zysków.

### Bibliografia

1. Borowiecki R., Jaki A., *Skala i przyczyny zróżnicowania wyników przedsiębiorstw prywatyzowanych i ich majątku*, [w:] Duraj J. (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1997.
2. Czachowski L., *Wielowymiarowa ocena efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa przemysłowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1997.
3. Groszek M., Jasiewicz S., *Wycena przedsiębiorstw*, Wyd. Tonik, Toruń 1991.
4. Hozer J., Markowicz I., *Małe firmy. Analizy i diagnozy*, „Rozprawy i Studia” T. (DXI) 437, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
5. Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa, pomiar i ocena wartości*, Wydawnictwo „Zakamycze”, Kraków 2000.
6. Kamela-Sowińska A., *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych* „Rachunkowość” 1992, nr 6.
7. Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo „Park”, Bielsko Biala 1992.
8. Kurek W., (red.), *Rachunek ekonomiczny w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1998.
9. Łuczka T., *Pojęcie kasy średniej a kategoria małego i średniego przedsiębiorstwa prywatnego*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 1995, R. LVII, z. 3.
10. Piasecki B., *Przedsiębiorczość i mała firma. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998.
11. Skowronek-Milczarek A., *Źródła zewnętrznego finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa, Oficyna Wydawnicza, Warszawa, „Monografie i Opracowania” 2000, nr 49.

12. Śliwa J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw w zarysie*, Wydawnictwo WSH, Warszawa, 1997.
13. Stanisławski J., *Wielki Słownik angielsko – polski*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1983.
14. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999.
15. Znojek B., *Jak mierzyć strategię*, CFO – Magazyn Finansistów 1/2005.

### **Summary**

*Author presented in article, quantitative criteria and qualitative pricings small and average enterprises as well as he showed differentiation in individual countries these notions.*

*Saying about criteria he turned at economic guilds attention what they characterize small*

*and the averages of firm. Analysis of criteria of pricing value economic subjects in support the accomplishment of opinion of efficiency given enterprise about received criteria makes possible (firm), expressed in support about arithmetic principles and concrete measures.*

*The pricing of value of enterprise in every case be folded and conducted in concrete aims, as: privatization, nationalization, sale, lease, leasing, fusion, bringing in as apart to different subject, creation joint venture with different subject and also varied protections.*

*The pricing of enterprises (the firms) we make in support about different methods, which the author presents in content of article. The selection of methods of pricing in considerable measure influences on efficiency and reliability of pricing of every enterprise.*