

# Podstawy metod wyceny przedsiębiorstw





Międzynarodowa Akademia Nauk Stosowanych w Łomży

*Piotr Bórawski*  
*Aneta Beldycka-Bórawska*  
*Ireneusz Żuchowski*

# Podstawy metod wyceny przedsiębiorstw



ŁOMŻA 2023

**RECENZENCI**

dr hab. Andrzej Borowicz prof. uczelni

© Copyright by  
Międzynarodowa Akademia Nauk Stosowanych w Łomży  
Łomża 2023

Wydawnictwo Międzynarodowej Akademii Nauk Stosowanych w Łomży  
Wydanie II

ISBN 978-83-967643-7-9

Skład: Ewa K. Czetwertyńska

Druk: Drukarnia Kamil Borkowski, Łomża

# Spis treści

Wstęp .....	9
<b>1. Istota przedsiębiorstwa oraz jego wyceny .....</b>	<b>10</b>
1.1 Uwarunkowania wyceny przedsiębiorstw w Polsce .....	11
1.2. Funkcje wyceny przedsiębiorstw .....	13
1.3. Prywatyzacja jako główna przyczyna wyceny przedsiębiorstw w Polsce .....	18
1.4. Kapitał jako źródło wartości przedsiębiorstwa .....	21
1.5. Pytania .....	
<b>2. Główne źródła informacji o przedsiębiorstwie – istota i elementy sprawozdań finansowych w obecnym systemie prawnym .....</b>	<b>26</b>
2.1. Bilans majątkowy przedsiębiorstwa .....	27
2.2. Rachunek zysków i strat .....	34
2.3. Analiza wskaźnikowa .....	37
2.4. Rachunek przepływów pieniężnych (Cash flow) .....	41
2.5. Zastosowanie informacji o przedsiębiorstwie i wyników analizy wskaźnikowej w procesie wyceny .....	45
2.6. Pytania i zadania .....	46
<b>3. Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw .....</b>	<b>48</b>
3.1. Metoda księgową .....	48
3.2. Metoda skorygowanych aktywów netto .....	49
3.3. Metoda wartości odtworzeniowej .....	50
3.4. Metoda wartości likwidacyjnej .....	51
3.5. Pytania i zadania .....	52
<b>4. Wartość pieniądza w czasie. Rachunek dyskonta .....</b>	<b>54</b>
4.1. Wartość przyszła .....	54
4.2. Wartość obecna .....	54
4.3. Podstawowe metody szacowania stopy dyskontowej (r) .....	55
4.4. Wartość zaktualizowana netto (NPV) .....	57
4.5. Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) .....	58
4.6. Pytania i zadania .....	59

<b>5. Dochodowe metody wyceny przedsiębiorstw</b> .....	63
5.1. Mierniki dochodowości przedsiębiorstwa .....	63
5.2. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) .....	64
5.3. Metoda zdyskontowanych dywidend .....	68
5.4. Metoda zdyskontowanych zysków .....	69
5.5. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV) .....	69
5.6. Pytania i zadania .....	70
<b>6. Metody mnożnikowe wyceny przedsiębiorstw</b> .....	72
6.1. Podstawowe mnożniki wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw .....	72
6.2. Sposoby przeprowadzania wyceny przedsiębiorstw z wykorzystaniem podstawowych mnożników .....	73
6.3. Wycena papierów wartościowych z zastosowaniem mnożników .....	77
6.4. Pytania i zadania .....	79
<b>7. Mieszane metody wyceny przedsiębiorstw</b> .....	82
7.1. Metoda berlińska .....	82
7.2. Metoda szwajcarska .....	83
7.3. Metoda stuttgarcka .....	83
7.4. Metoda anglosaska (UEC) .....	84
7.5. Metoda klasyczna .....	84
7.6. Pytania i zadania .....	85
<b>8. Wycena wartości niematerialnych i prawnych</b> .....	87
8.1. Metody kosztowe .....	88
8.2. Metody dochodowe .....	89
8.3. Metody rynkowe .....	90
8.4. Metody mieszane .....	92
8.5. Pytania .....	93
<b>9. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa</b> .....	94
9.1. Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem z wykorzystaniem Balanced Scorecard .....	96
9.2. Zarządzanie wartością dla klienta .....	97

9.3. Marketing w procesie budowania wartości dla klienta .....	100
9.4. Znaczenie usług w procesie kształtowania wartości dla klienta .....	102
9.5. Pytania .....	105
<b>10. Operat wyceny przedsiębiorstwa .....</b>	<b>106</b>
10.1. Raport z wyceny przedsiębiorstwa państwowego .....	106
<b>Zakończenie .....</b>	<b>132</b>
Bibliografia .....	134
Odpowiedzi do zadań .....	141





## WSTĘP

Wprowadzenie systemu rynkowego w Polsce skutkuje zaistnieniem nowej jakości gospodarki. Charakteryzuje się ona intensywną konkurencją rynkową, mnogością produktów oraz dużym udziałem firm zagranicznych. Przedsiębiorcy stanęli wobec obcych gospodarce nakazowej kłopotów ze sprzedażą oraz wzrostem wymagań konsumenta. Po 17 latach reform, zmian, ciągłych dostosowań do standardów Unii Europejskiej, poznawania i odkrywania potrzeb klienta, przedsiębiorstwa muszą opracować spójny system poprawy wartości. Z roku na rok rośnie zainteresowanie przedsiębiorstw metodami wyceny jako narzędziami niezbędnymi do poprawy sytuacji finansowej oraz polepszenia wartości. Wycena przedsiębiorstw jest również przydatna w ocenie inwestycji oraz jest czynnikiem służącym badaniu ich atrakcyjności. Zagadnienie wyceny przedsiębiorstw zostało również włączone do nauki i kształcenia studentów głównie na kierunkach ekonomicznych i zarządzania.

Intencją autorów było więc przygotowanie skryptu, który wychodząc na przeciw wymaganiom rynkowym dostarczy podstawowych informacji na temat metod wyceny przedsiębiorstw. Struktura skryptu została przyporządkowana klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw i składa się z dziesięciu rozdziałów. W pierwszym rozdziale przedstawiono teoretyczne rozważania na temat wyceny przedsiębiorstw. Kolejne rozdziały dotyczą poszczególnych grup metod wyceny przedsiębiorstw, a więc metod: majątkowych, dochodowych, wskaźnikowych i mieszanych. W rozdziałach tych zamieszczono również zadania, które powinny, zdaniem autorów, pomóc czytelnikom lepiej zrozumieć specyfikę wyceny przedsiębiorstw. W kolejnym rozdziale przedstawiono zagadnienia związane z wyceną wartości niematerialnych i prawnych. Następny rozdział poświęcony jest problematyce zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w którym opisano między innymi *Balance Scorecard* oraz *Value Based Management*. Skrypt kończy rozdział przedstawiający przykład wyceny przedsiębiorstwa oraz zadanie przygotowania operatu szacunkowego wyceny przedsiębiorstwa wybranego przez studentów. Skrypt może być wykorzystany jako literatura dla studentów kierunków ekonomicznych i pokrewnych, jak również osób zainteresowanych wyceną przedsiębiorstw i praktyków. W przygotowaniu tego opracowania wykorzystano dostępną literaturę głównie krajową dotyczącą problematyki wyceny przedsiębiorstw.

# 1.

## Istota przedsiębiorstwa oraz jego wyceny

Przedsiębiorstwo jest to jednostka gospodarcza, prowadząca działalność gospodarczą, wyodrębniona prawnie, organizacyjnie i ekonomicznie. Przedsiębiorstwo jest to zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczony do prowadzenia działalności gospodarczej<sup>1</sup>. Osobowość prawna oznacza zdolność i możliwość przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów, zawierania umów i pełnienia roli podmiotu w handlu. Przedsiębiorstwo ponosi odpowiedzialność za skutki swojej działalności oraz korzysta z ochrony prawa. Wyodrębnienie ekonomiczne oznacza, że przedsiębiorstwo ma wpływ na sytuację ekonomiczną w jakiej się znajduje. Celem działalności przedsiębiorstwa oprócz osiągania zysku może być zaspokojenie potrzeb konsumenta. Podmiot gospodarczy posiada określone zasoby materialne i dysponuje nimi zgodnie z zasadami gospodarczymi. Przedsiębiorstwo może składać się z odrębnych jednostek gospodarczych, nazywanych zakładami. Natomiast wyodrębnienie organizacyjne oznacza, że przedsiębiorstwo posiada swoją nazwę, strukturę organizacyjną, siedzibę oraz samodzielność decyzyjną. Przedsiębiorstwa są prowadzone przez przedsiębiorców, którzy występują w roli pracodawców.

Formy prawne prowadzenia działalności gospodarczej regulują kodeks spółek handlowych<sup>2</sup> oraz kodeks cywilny<sup>3</sup>. Według obowiązującej ustawy przedsiębiorstwa dzielą się na spółki prawa cywilnego (spółka cywilna) oraz spółki prawa handlowego, które można podzielić na spółki osobowe (spółki: jawna, partnerska, komandytowa oraz komandytowo-akcyjna) oraz kapitałowe (spółki z o.o. oraz akcyjna).

W języku potocznym przedsiębiorstwo można określać również jako „firmę”. Należy jednak zaznaczyć, że określenie to ma inne znaczenie prawne. W kodeksie cywilnym firma jest to nazwa podmiotu gospodarczego. Natomiast w ekonomii i języku potocznym nazwa firma jest synonimem przedsiębiorstwa. W niniejszej pracy używano zarówno pojęcia przedsiębiorstwo jak i firma mając na myśli podmioty gospodarcze.

---

<sup>1</sup> Kodeks cywilny, Księga 1, Tytuł III Mienie, Art. 55.

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych Dz. U. Nr 94, poz. 1037.

<sup>3</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny Dz. U. Nr 16, poz. 932.

## 1.1. Uwarunkowania wyceny przedsiębiorstw w Polsce

Przemiany społeczno-ekonomiczne w Polsce zrodziły potrzebę wyceny zarówno przedsiębiorstw, jak i innych podmiotów gospodarczych. Za główną przesłankę upowszechniania wyceny przedsiębiorstw uznaje się prywatyzację sektora państwowego w Polsce.

Wycena jest procesem pomiaru wartości podmiotu gospodarczego i jego składników z równoczesnym wskazaniem osiągniętych przez niego efektów ekonomicznych. Wycenie podlega najczęściej majątek trwały i obrotowy przedsiębiorstw oraz jego cechy o charakterze niematerialnym<sup>4</sup>. Wycena przedsiębiorstwa jest pomiarem ekonomicznym umożliwiającym wyliczenie wielkości pieniężnych oraz ich porównywanie i analizowanie<sup>5</sup>. Proces wyceny przedsiębiorstwa charakteryzuje się specyfiką umożliwiającą poznanie czynników różnicujących wartość przedsiębiorstwa. Przy wykorzystaniu analizy ekonomicznej można porównać, ocenić i dokonać wyboru wartości przedsiębiorstwa, która odzwierciedla rzeczywisty stan składników jego majątku<sup>6</sup>. Wycena jest procesem dynamicznym, ponieważ uwzględnia zarówno aktywa przedsiębiorstwa jak i czynniki kształtujące wartość w przyszłości, do których można zaliczyć strategie marketingowe i finansowe<sup>7</sup>.

### Główne cele dokonywania wyceny składników majątkowych przedsiębiorstw:

- Prywatyzacja i restrukturyzacja przedsiębiorstw np. sprzedaż akcji w ofercie publicznej takich spółek jak: PKO BP, LOTOS, Police, WSiP, PGNiG, Puławy itd. Prywatyzacja dotyczy też sektora rolnego i obejmuje sprzedaż gruntów, mieszkań i innych obiektów. W gospodarce prywatyzacja pośrednia w następujących sektorach: elektroenergetyczny, górnictwa węgla kamiennego, gazowniczy, paliwowo-naftowy, hutniczy, farmaceutyczny, przemysłu obronnego, uzdrowisk, cukrowniczy, spirytusowy, poligrafii i agencji informacyjnych, transportu, stoczniowy<sup>8</sup>;

---

<sup>4</sup> A. Kamela-Sowińska, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 135.

<sup>5</sup> J. Górski, *Metody poznawcze rachunkowości*, PWE, Warszawa 1975, s. 120.

<sup>6</sup> R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998, s. 71.

<sup>7</sup> Z. Krysiak, *Modelowanie i kreowanie wzrostu wartości firmy* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 160.

<sup>8</sup> S. Hucik Gaicka. [http://www.inwestycje.pl/fuzje\\_przejecia/metody\\_wyceny\\_spolki\\_co\\_komu\\_dla\\_kogo\\_cz\\_2\\_2642;0.html](http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/metody_wyceny_spolki_co_komu_dla_kogo_cz_2_2642;0.html).

- Sprzedaż przedsiębiorstw. Wycena jest istotna zarówno dla nabywcy jak i sprzedającego, ponieważ dostarcza informacji o wartości spółki;
- Przejęcia przedsiębiorstw. Mniejsze firmy działające np. w tym samym sektorze są przejmowane przez inne, większe podmioty. W takiej sytuacji znajomość wartości przedsiębiorstw jest istotna dlatego, że można dokonać analizy opłacalności nabycia przedsiębiorstwa;
- Porównanie przedsiębiorstw w grupie. Znajomość wartości przedsiębiorstwa umożliwia ocenę przedsiębiorstwa na tle konkurencji;
- Zabezpieczenie spłaty zobowiązań bankowych. Instytucje finansowe takie jak banki, które udzielając kredytów hipotecznych chcą znać wartość finansowanego przez nie zakupu nieruchomości;
- Przekształcenia własnościowe, co związane jest ze zmianą właściciela przedsiębiorstwa;
- Ubezpieczenie majątku przedsiębiorstwa co związane jest z możliwością wystąpienia niekorzystnych zjawisk i wypadków takich jak pożary, kradzież i inne. Wycena majątku przedsiębiorstwa pozwala określić wysokość podstawy składki ubezpieczeniowej;
- Tworzenie spółek większych z innych mniejszych podmiotów. Wówczas wspólnicy chcą posiadać informacje o wartości wniesionych wkładów;
- Fuzja przedsiębiorstw. Wniesienie przedsiębiorstwa aportem do innej spółki jest związane z możliwością przekształcenia spółki jednoosobowej w spółkę z o.o. i wniesienia do niej poprzedniego podmiotu. Dokonanie takiej operacji wymaga jednak uświadomienia sobie wartości poszczególnych, wnoszonych aportami, spółek;
- Udzielanie gwarancji bankowych. Jest to jedna z form zabezpieczenia wiarygodności (na podstawie art. 5 ust. 1 pkt 4 Pr. Bank.). Stanowi zobowiązanie banku do spłaty gwarantowanej sumy wraz z odsetkami w przypadku gdy dłużnik, na którego zlecenie gwarancja została wystawiona nie spłaci należności. Jest to jedna z czynności bankowych zastrzeżonych wyłącznie do kompetencji banków;
- Sprzedaż akcji przedsiębiorstwa na Giełdzie Papierów Wartościowych. Wycena spółek wprowadzanych na giełdę stanowi wówczas podstawę określenia ceny akcji kierowanych na pierwotny rynek papierów wartościowych;
- Ulepszenie procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa i podejmowanie strategicznych decyzji dotyczących np. wejścia na nowe rynki, sprzedaży przedsiębiorstwa czy pozyskania inwestora;

- Przesłanki związane ze spadkami i odszkodowaniami. Dokonanie wyceny wartości przedsiębiorstw jest w tych kontekstach sytuacyjnych koniecznym warunkiem określenia wartości „masy spadkowej” oraz podstawy wymiaru odszkodowania;
- Wycena dla celów fiskalnych. Związane jest z możliwością wprowadzenia w Polsce podatku katastralnego, jak również z potrzebami jakie wynikają z przepisów podatkowych np. spadków i darowizn<sup>9</sup>.

**Istnieje wiele przyczyn zainteresowania wycenami przedsiębiorstw w Polsce. Wśród nich należy wymienić:**

- wejście Polski do Unii Europejskiej, co spowodowało większe zainteresowanie inwestycjami zagranicznymi, w tym w przedsiębiorstwa;
- rozwój rynku kapitałowego, powstawanie instytucji finansowych i wchodzenie przedsiębiorstw zagranicznych na giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie;
- absorpcję dopłat i funduszy strukturalnych Unii Europejskiej, co związane jest z koniecznością wyliczeń NPV i IRR oraz przygotowania projektów inwestycyjnych;
- internacjonalizację przedsiębiorstw;
- zmiany przepisów o rachunkowości i ich nowelizowanie na wzór Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, gdzie precyzyjnie określono np. ujęcie i wycenę inwestycji, zasady wyceny aktywów łączących się spółek oraz zasady wykazywania przychodów<sup>10</sup>;
- wzrost znaczenia aktywów niematerialnych (znak towarowy, patenty, kapitał intelektualny i inne)<sup>11</sup>.

## 1.2. Funkcje wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstw spełnia następujące funkcje:

- funkcja doradcza. Umożliwia dostarczanie informacji o procesach obrotu majątkiem przedsiębiorstw, bądź nieruchomościami w celu podjęcia decyzji zakupu lub rezygnacji z transakcji;

---

<sup>9</sup> M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa, 2006, s. 125.

<sup>10</sup> S. Hucik-Gaicka... *op. cit.* <http://www.inwestycje.pl/>.

<sup>11</sup> M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki...*, *op. cit.*, s. 125.

- funkcja argumentacyjna. Przeprowadzenie wyceny dostarcza argumentów „za” lub „przeciw” dokonania danej transakcji handlowej;
- funkcja mediacyjna. Informacje na temat wartości przedmiotu transakcji (przedsiębiorstwo lub jego zorganizowana część) umożliwiają przeprowadzenie negocjacji;
- funkcja pośrednicząca. Dzięki niej negocjatorzy ustalają poziom ceny akceptowany przez obydwie strony;
- funkcja zabezpieczająca. Pozwala zabezpieczyć interesy zaangażowanych w wycenę stron;
- funkcja informacji zewnętrznej. Wartość przedsiębiorstwa będąc źródłem informacji dla zewnętrznych odbiorców pozwala m. in. ocenić sytuację finansową, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo<sup>12</sup>.

W procesie wyceny przedsiębiorstw można wyróżnić pomiary: statyczny, dynamiczny i statyczno-dynamiczny. Pomiar statyczny związany jest z wyceną aktywów trwałych i obrotowych oraz kapitałów własnych. Pomiar dynamiczny dotyczy analizy kosztów, przychodów, nakładów i wydatków. Natomiast pomiar statyczno-dynamiczny opiera się na analizie: płynności, rentowności i efektywności ekonomicznej.

Wartość przedsiębiorstwa jest wielkością wypracowaną w wyniku określonych działań rynkowych. Sama zaś wartość jest kategorią uniwersalną i posiada interdyscyplinarny charakter<sup>13</sup>. Wartość firmy jest zagregowaną miarą efektywności firmy, która powstała w wyniku oddziaływania wielu czynników. Obserwacja wartości firmy może być dobrą miarą efektywności realizacji zaplanowanych działań<sup>14</sup>. Pojęcie wartości przedsiębiorstwa informuje czytelnika, że podmiotem wyceny jest przedsiębiorstwo i w jej wyniku zostaje ustalona pewna wartość. Najczęściej występuje ona pod postacią wartości bilansowej i spełnia ważną rolę w kształtowaniu wartości dla akcjonariuszy<sup>15</sup>. Wartość przedsiębiorstwa jest wypadkową wzrostu jego produktywności

---

<sup>12</sup> R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*, TWIGGER, Warszawa 2002, s. 70-71.

<sup>13</sup> J. Duraj, *Wartość firmy w kontekście zmian kultury organizacyjnej przedsiębiorstwa* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź 2003, s. 25.

<sup>14</sup> Z. Krysiak, *Zastosowanie opcyjnego modelu wyceny firmy w pomiarze efektywności* (w:) J. Bielinski (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 149.

<sup>15</sup> E. Walińska, P. Urbanek, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa-miara tylko księgową czy nośnik wartości dla inwestora* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 165.

i konkurencyjności na rynku, co niesie korzyści dla otoczenia, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo. Przedsiębiorstwo ukierunkowane na wzrost wartości dla akcjonariuszy staje się bardziej atrakcyjne dla uczestników rynku<sup>16</sup>. Dlatego też wśród źródeł wartości przedsiębiorstwa wyróżnić można źródła:

- strategiczne (wartość przedsiębiorstwa jest efektem przyjętej strategii i ryzyka działalności, wzrostu rentowności i płynności przedsiębiorstwa; tworzenie wartości przedsiębiorstwa następuje poprzez podejmowanie decyzji strategicznych a więc wieloletnich),
- finansowe (wartość przedsiębiorstwa jest tu funkcją wzrostu sprzedaży, wysokiej marży zysku ze sprzedanych produktów lub usług oraz inwestycji w majątek trwały i obrotowy przedsiębiorstw),
- operacyjne (wzrost wartości przedsiębiorstw następuje w wyniku działań operacyjnych, bieżących w skład których wchodzi m.in. wzrost poziomu sprzedaży, polityka płatności, wysokie ceny, szeroki asortyment produktów).

W wyniku wyceny przedsiębiorstw dokonuje się pomiaru jego wartości. Wyróżnia się wiele definicji i ujęć wartości przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu znaleźć można na przykład następującą ich identyfikację:

- **wartość użytkowa** – ujęcie księgowo: to bieżąca, szacunkowa wartość przyszłych przepływów pieniężnych, które są generowane w wyniku użytkowania środka trwałego. Zależy ona od użyteczności danego dobra, czyli zdolności do dostarczania określonych korzyści;
- **wartość godziwa** – przedstawia kwotę, za którą składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane w danej sytuacji panującej na rynku pomiędzy stronami transakcji<sup>17</sup>;
- **wartość sprawiedliwa** – posiadająca często bardziej znaczenie formalno-prawne niż ekonomiczne. Związana jest z etyką w działalności gospodarczej i ochroną udziałowców mniejszościowych;
- **wartość fundamentalna** – przedstawiająca i wynikająca z potencjalnych możliwości przedsiębiorstwa do generowania korzyści. Jest ona szczególnie ważna dla właścicieli, którzy chcą dysponować pełną wiedzą o przedsiębiorstwie, aby zrozumieć decyzje podejmowane przez zarząd;

---

<sup>16</sup> E. Dziawgo, *Powiązanie alokacji kapitału z wynikami-metoda analizy wartości dla akcjonariuszy* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 177.

<sup>17</sup> Ustawa o rachunkowości z 1994 r. art. 312 i art. 28 ust. 1 pkt 1a.

- **wartość właściciela** – wartość pozbycia się lub pozbawienia aktywów przez właściciela, jest to suma środków pieniężnych pochodzących z transakcji;
- **wartość księgową** – wartość wykazana w sprawozdaniach finansowych. Jest ona ustalana na podstawie ksiąg rachunkowych i bilansu;
- **wartość rynkowa** – to cena wymienna dobra lub usługi na każdym rynku, jest wielkością zmienną w zależności od sytuacji panującej na rynku i efektywności rynku. Jest to wypadkowa wartości wymiennej i użytkowej. Koncepcja ta oparta jest na popycie i podaży oraz weryfikowana jest przez rynki finansowe i towarowe<sup>18</sup>;
- **wartość odtworzeniowa** – to koszt zastąpienia urządzeń, maszyn i innych środków trwałych identycznymi nowymi aktywami. Równa się ona kosztom odtworzenia z uwzględnieniem zużycia;
- **wartość podatkowa** – służy do ustalenia podatków od nieruchomości i innych aktywów. Przez wartość podatkową aktywów rozumie się aktywa, które przynoszą przedsiębiorstwu podatkowe korzyści ekonomiczne. Mogą to być przychody z tytułu najmu nieruchomości lub strata podatkowa, którą podatnik może odliczyć od podstawy opodatkowania;
- **wartość zabezpieczenia** – to wartość aktywa wykorzystana do zabezpieczenia pożyczki lub innego zobowiązania. Kiedy wartość zabezpieczenia kredytu zmniejsza się w wyniku spadku cen nieruchomości bank może żądać dodatkowych zabezpieczeń;
- **wartość kapitalizacji rynkowej** – to iloczyn wszystkich wyemitowanych akcji spółki i ceny 1 akcji obliczony na określony dzień<sup>19</sup>. Ze względu na trudności w zakupie pakietu akcji umożliwiających kontrolę nad przedsiębiorstwem metodę tą należy uznać za mało wiarygodną w wycenie przedsiębiorstwa;
- **wartość likwidacyjna** – odnosi się do sytuacji, gdy przedsiębiorstwo musi zlikwidować część lub całość swoich aktywów i roszczeń. W przypadku

---

<sup>18</sup> A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 25.

<sup>19</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek* (w:) M. Panfil, A. Szablewski (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2007, s. 27.



zaistnienia tej sytuacji, aktywa są najczęściej sprzedawane poniżej potencjalnych możliwości rynkowych;

- **wartość bilansowa** – dany składnik majątku jest ujmowany w bilansie po odliczeniu umorzenia oraz kwoty odpisów amortyzacyjnych<sup>20</sup>. Wartość bilansowa aktywów i pasywów to wielkość prezentowana w sprawozdaniach finansowych i ustalona na podstawie przepisów o rachunkowości oraz aktów wykonawczych i uzupełniających;
- **wartość rezydualna** – którą stanowi końcowa wartość substancji przedsiębiorstwa po upływie okresu prognozowania operacyjnych przepływów pieniężnych.

### **Błędy wyceny przedsiębiorstw:**

- pomiar przepływów pieniężnych uwzględniający ceny stałe a nie zmienne. Prowadzi to do obliczenia nieaktualnej wartości przedsiębiorstwa z uwagi na zmiany wartości pieniądza;
- uśrednienie wielkości uzyskanych z obliczonych mierników, co często prowadzi do wyciągania błędnych wniosków z wyceny przedsiębiorstwa;
- pomyłki w stosowaniu wzorów w wycenie i różne ich interpretacje przez autorów. Z sytuacją taką mamy do czynienia, gdy w procesie wyceny zastosujemy wzory nie wskazane do wyliczeń przedsiębiorstw należących do danej branży;
- duże różnice pomiędzy poziomem inflacji a stopą dyskontową, co tworzy znaczne różnice w wyliczeniach a przez to i błędy wynikające z nieprecyzyjnych oszacowań przyszłych przychodów;
- pomyłki w obliczaniu wartości rezydualnej (wartość po okresie wyceny). Jest to związane z faktem, że osoba przeprowadzająca wycenę do końca nie jest pewna przyszłej wartości rynkowej przedsiębiorstwa z uwagi na niemożliwość przewidzenia warunków, które będą panować w przyszłości na rynku;
- złe wyliczenie przyszłych przychodów i kosztów, co w znacznym zakresie utrudnia przeprowadzenie wiarygodnej wyceny przedsiębiorstwa<sup>21</sup>.

---

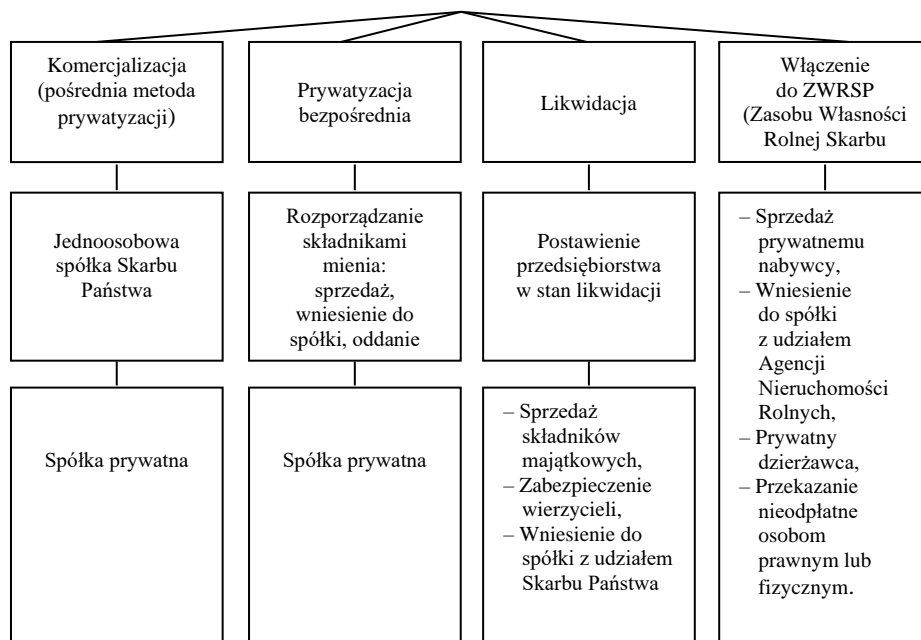
<sup>20</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa, 1999, s. 35.

<sup>21</sup> M. Melich, *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw* (w:) A. Szablewski, R. Tuzimek (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex, Warszawa 2007, s. 204.

### 1.3. Prywatyzacja jako główna przyczyna wyceny przedsiębiorstw w Polsce

Prywatyzacja jest procesem przechodzenia majątku państwowego oraz komunalnego na własność prywatną. Dotyczy ona podmiotów gospodarczych, które stanowiły własność państwową lub komunalną, a w wyniku tego procesu następuje ich przekształcenie w spółki<sup>22</sup>. Prywatyzacja jest przyczyną wielu zmian, które powodują odmienną od dotychczasowej, sytuację załogi. W wyniku prywatyzacji właściciel dąży do podniesienia efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, co może przekładać się na lepszą płacę i warunki pracy zatrudnionych. Prywatyzacja, o czym była mowa poprzednio, zrodziła potrzebę przeprowadzania wyceny przedsiębiorstw. Ogólny schemat procesu prywatyzacji przedsiębiorstw w Polsce przedstawia się na rysunku 1.

#### PRZEDSIĘBIORSTWA PAŃSTWOWE



Rys. 1. Schemat procesu prywatyzacji

Źródło: opracowanie własne na podstawie Rocznika Statystycznego województwa warmińsko-mazurskiego 2007.

<sup>22</sup> Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji Art. 1.

Restrukturyzacja jest procesem wyprowadzenia przedsiębiorstwa z sytuacji kryzysowej, które jest najczęściej nierentowne. Aby jednak proces ten zakończył się powodzeniem musi on uwzględniać interesy różnych grup w tym szczególnie: wierzycieli, akcjonariuszy, pracowników, klientów i innych osób<sup>23</sup>.

### **Metody prywatyzacji:**

- **pośrednia,**
- **bezpośrednia,**
- **likwidacja,**
- **włączenie do ZWRSP.**

### **Metoda pośrednia**

Metoda pośrednia prywatyzacji składa się z dwóch etapów: komercjalizacji oraz zbycia akcji powstałej spółki. Komercjalizacji dokonuje minister Skarbu Państwa na wniosek dyrektora przedsiębiorstwa państwowego, rady pracowniczej lub z własnej inicjatywy<sup>24</sup>. Komercjalizacja polega na przekształceniu przedsiębiorstwa państwowego, które staje się spółką prawa handlowego. Pozwala to na zachowanie przez podmiot osobowości prawnej, a powstała spółka stanowi w 100% własność Skarbu Państwa. Po przekształceniu następuje zbycie przez Skarb Państwa akcji osobom fizycznym lub prawnym. Jest to podstawowa metoda przekształceń własnościowych. Jest wskazana przede wszystkim dla przedsiębiorstw dużych. Jednak podstawowym warunkiem przeprowadzania prywatyzacji tą metodą są dobre wyniki ekonomiczne prywatyzowanego przedsiębiorstwa.

### **Prywatyzacja bezpośrednia**

Drugą metodą dopuszczoną przez ustawę z 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych (Dz. U. nr 118, poz. 561 ze zm.) stanowi prywatyzacja bezpośrednia. Polega ona na rozporządzeniu

---

<sup>23</sup> L. Pawłowicz, *Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstwa metodą podnoszenia jego wartości* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 105.

<sup>24</sup> Ustawa dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji..., op. cit., Art. 32.

przez organ założycielski wszystkimi składnikami materialnymi i niematerialnymi majątku przedsiębiorstwa oraz posiada trzy warianty:

- Rozporządzenie majątkiem przedsiębiorstwa i jego sprzedaż w wyniku czego powstaje spółka prywatna,
- Wniesienie go do innej spółki, w wyniku czego powstaje spółka z udziałem Skarbu Państwa. Następnie po sprzedaży udziałów Skarbu Państwa lub sprzedaży akcji może być ona przekształcona w spółkę prywatną,
- Oddanie do odpłatnego korzystania, w wyniku czego powstaje spółka pracownicza. Może ona stać się po spełnieniu warunków umowy własnością prywatną<sup>25</sup>.

Ten rodzaj przekształceń własnościowych jest wskazany dla podmiotów małych. Wprowadzenie prywatyzacji na szeroką skalę w Polsce spowodowało powstanie okołoprywatyzacyjnych porozumień socjalnych. Od grudnia 1994 roku realizowany jest Program Powszechnej Prywatyzacji, którego celem jest podniesienie konkurencyjności i efektywności przedsiębiorstw. Program ten umożliwia gromadzenie i obrót akcjami prywatyzowanych przedsiębiorstw. Wszyscy pełnoletni obywatele otrzymali świadectwa udziałowe NFI. Prywatyzacja oznacza wiele zmian w funkcjonowaniu przedsiębiorstw. Między innymi powoduje ona skupienie uwagi, nowych właścicieli przedsiębiorstw na zysku, a niekiedy na sprawach dotyczących pracowników (sprawy socjalne).

### **Likwidacja przedsiębiorstwa ze względów ekonomicznych**

Polega najczęściej na zadysponowaniu majątkiem przedsiębiorstwa przez: wniesienie do spółki z udziałem Skarbu Państwa, sprzedaż składników majątkowych lub zabezpieczenie wierzycieli. Przedsiębiorstwa są likwidowane jeżeli:

- zabroniono im prowadzenia działalności w danym zakresie prawomocnym orzeczeniem Sądu lub prawomocną decyzją administracyjną,
- z wnioskiem takim zwróci się zarząd komisaryczny,
- przynoszą straty w ciągu kolejnych sześciu miesięcy,
- ponad połowę aktywów przedsiębiorstwa łącznie:
- stanowią udziały lub inne tytuły uczestnictwa w spółkach lub obligacje,
- oddane do użytkowania innym osobom na podstawie umów prawa cywilnego. Decyzje o likwidacji może podjąć jeszcze organ założycielski przedsiębiorstwa z własnej inicjatywy lub na wniosek rady pracowniczej pod

---

<sup>25</sup> Ustawa dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji..., op. cit., Art. 39.

warunkiem, że minister właściwy do spraw Skarbu Państwa nie zgłosi sprzeciwu<sup>26</sup>.

### **Włączenie do ZWRSP**

W myśl ustawy z dnia 19 X 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa oraz o zmianie niektórych ustaw<sup>27</sup> – podlega majątek byłych państwowych przedsiębiorstw gospodarki rolnej włączony do Zasobu Własności Rolnej Skarbu Państwa (ZWRSP), którym dysponuje Agencja Nieruchomości Rolnych w celu restrukturyzacji i prywatyzacji.

### **Cele prywatyzacji:**

- podniesienie efektywności ekonomicznej podmiotów prywatyzowanych,
- pozyskanie nowego kapitału, w tym często również kapitału zagranicznego,
- dominacja w skali kraju własności prywatnej,
- podniesienie dochodów budżetowych poprzez wydzierżawienie lub sprzedaż majątku przedsiębiorstw.

### **1.4. Kapitał jako źródło wartości przedsiębiorstwa**

Kapitał przedsiębiorstwa są to składniki rzeczowe majątku i zasoby pieniężne, które są wykorzystywane do finansowania działalności gospodarczej. Kapitał podmiotu gospodarczego przedstawia wartość, która przy racjonalnym gospodarowaniu może być powiększona. Cechą kapitału jest zdolność do dawania właścicielowi przedsiębiorstwa odpowiednich zysków, odsetek w przypadku inwestowania. Jest jednym z czynników wytwórczych, który obok pracy, ziemi i przedsiębiorczości jest niezbędny do uruchomienia produkcji. Kapitał jest bardzo szerokim pojęciem, ponieważ kryją się pod nim nie tylko pieniądze i dobra, ale również wartości niematerialne oraz technologie. Decyzje dotyczące inwestowania kapitału uwzględniają jego alokację i odnoszą się do

---

<sup>26</sup> Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych (art. 19. ust. 1 i ust. 2).

<sup>27</sup> Jednolity tekst Dz. U. 2004 Nr 208, poz. 2128, z późniejszymi zmianami.

kapitału należącego do właścicieli przedsiębiorstw oraz kapitału obcego uzyskanego od instytucji finansowych<sup>28</sup>.

Kapitał może występować w formie finansowej, towarowej lub technologicznej. Działalność przedsiębiorstwa może być finansowana z kapitału własnego (np. akcyjny, udziałowy, zapasowy) lub obcego (np. kredyty lub pożyczki). W przedsiębiorstwach międzynarodowych wyróżnia się finansowanie wewnętrzne (zysk, sprzedaż majątku), finansowanie zewnętrzne (np. spółki córki przez spółkę matkę, co ma charakter finansowania wewnętrznego) oraz finansowanie zewnętrzne (kredyty bankowe lub z innych międzynarodowych rynków kapitałowych)<sup>29</sup>. Kapitał własny dzieli się na kapitał zakładowy i rezerwowy. Kapitał zakładowy przyjmuje różne nazwy w zależności od formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstwa: np. w spółce z o.o. jest to kapitał udziałowy, a w spółce akcyjnej – kapitał akcyjny. W przedsiębiorstwie może występować również kapitał rezerwowy, który tworzą rezerwy kapitałowe oraz zysk po opodatkowaniu. Kapitał własny pełni najczęściej funkcję gwarancyjną, ponieważ jest on pewnego rodzaju zabezpieczeniem dla właściciela przedsiębiorstwa w przypadku kłopotów finansowych lub likwidacji przedsiębiorstwa<sup>30</sup>.

Kapitał jest często definiowany jako majątek firmy i reprezentowany przez pasywa bilansu. Kapitały własne i obce przedsiębiorstwa stanowią zewnętrzne źródło finansowania przedsiębiorstwa. Natomiast zysk stanowi wewnętrzne źródło zasilania przedsiębiorstwa.

U podstaw funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa leży umiejętność zarządzania kapitałami. Proces ten oznacza dokonywanie takich wyborów ekonomicznych kształtujących odpowiednią strukturę, obrót, wielkość i efektywność kapitałów.

Proces zarządzania kapitałami jest przedstawiony najlepiej za pomocą efektu dźwigni finansowej, która wyraża wzrost rentowności kapitałów własnych spowodowany wzrostem zadłużenia. Efekt dźwigni finansowej można wyrazić jako stosunek aktywów do kapitałów własnych ( $A/K$ ). Jeżeli  $EDF > 1$ , to struktura kapitału jest korzystna (np.  $EDF = 2$  oznacza, że kapitał własny

---

<sup>28</sup> B. Włoszczowski, *Koszt kapitału jako kryterium efektywności decyzji alokacyjnych* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 157.

<sup>29</sup> J. Różański, *Warunki efektywnego zastosowania kapitału w inwestycjach przedsiębiorstw zagranicznych* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 29.

<sup>30</sup> Z. Konieczny, B. Mikołajczyk, *Finanse* (w:) B. Piasecki (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź 1998, s. 439.

stanowi 50% aktywów, natomiast pozostałe 50% to dług). Jeżeli  $EDF < 1$  oznacza to, że struktura kapitału jest niekorzystna, czyli jest zachwiana relacja między kapitałami własnymi i obcymi. Przedsiębiorstwa często w praktyce wykorzystują efekt dźwigni finansowej, ponieważ daje to możliwość zwiększenia wartości aktywów bez konieczności inwestowania własnych pieniędzy. Natomiast odsetki kredytowe pozwalają obniżyć podatek, ponieważ jest to koszt długu<sup>31</sup>.

Istnieje wiele rodzajów kapitału, np. kapitał intelektualny, ludzki, organizacyjny, relacyjny, czy społeczny.

### **Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa**

Kapitał intelektualny jest różnicą między wartością rynkową, a wartością księgową firmy. Kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie jest reprezentowany głównie przez wiedzę, umiejętności zawodowe, doświadczenie pracowników oraz technologię<sup>32</sup>. Jego znaczenie w ostatnich latach zdecydowanie wzrosło, ponieważ wartość przedsiębiorstwa zależy w dużym stopniu od czynników materialnych oraz od składników niematerialnych. Kapitał intelektualny staje się coraz częściej czynnikiem kształtującym konkurencyjność przedsiębiorstwa. To pracownicy, ich wiedza, umiejętności kształtują przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa na rynku. Jest on także wynikiem wzajemnego oddziaływania kapitału ludzkiego, organizacyjnego i relacyjnego. Kapitał intelektualny decyduje o zdolności do utrzymania zyskowności firmy, a tym samym jej przetrwania oraz rozwoju<sup>33</sup>. Zależność wartości przedsiębiorstwa od czynników niematerialnych ma charakter indywidualny dla każdego podmiotu. Jednak w ostatnich latach znaczenie kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa w stosunku do fizycznego zdecydowanie wzrosło (tab. 1)<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> ["http://pl.wikipedia.org/wiki/Efekt\\_d%C5%BAwigni\\_finansowej"](http://pl.wikipedia.org/wiki/Efekt_d%C5%BAwigni_finansowej).

<sup>32</sup> A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer Polska sp. z o.o., Kraków 2008, s. 19.

<sup>33</sup> J. Wąchol, *Wartość przedsiębiorstwa w aspekcie rozwoju zrównoważonego i trwałego oraz procesów globalizacji*. (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 37.

<sup>34</sup> M. Marcinkowska, *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 191.

Tabela 1

## Podział kapitału intelektualnego

Kapitał intelektualny		
Kapitał ludzki	Kapitał organizacyjny	Kapitał relacyjny
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Doświadczenie</li> <li>• Wiedza uczestników organizacji</li> <li>• Umiejętności</li> <li>• Zdolności</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kultura w organizacji</li> <li>• Bazy danych</li> <li>• Procesy zarządzania</li> <li>• Infrastruktura</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Współpracownicy</li> <li>• Odbiorcy</li> <li>• Dostawcy</li> <li>• Relacje przedsiębiorstwa z otoczeniem</li> </ul>

Źródło: opracowania własne na podstawie A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 16.

### Kapitał ludzki

Kapitał ludzki jest bardzo szerokim pojęciem obejmującym człowieka i społeczeństwo oraz jego zdolności do pracy i możliwości tworzenia nowych rozwiązań. Inwestycje w człowieka przyczyniają się do rozwoju kapitału ludzkiego a przez to do poprawy sytuacji na rynku oraz kondycji przedsiębiorstw. Kapitał ludzki często jest czynnikiem kształtującym kreatywność i innowacyjność przedsiębiorstw.

### Kapitał organizacyjny

Kapitał organizacyjny wyraża techniki zarządzania, kwalifikacje, kompetencje i inne składniki niematerialne, które wpływają na wartość reputacji firmy. Umożliwia sprawny przepływ informacji wewnątrz przedsiębiorstwa jak i na zewnątrz. Pomaga on w rozwoju i wspieraniu kapitału ludzkiego.

### Kapitał relacyjny

Kapitał relacyjny odzwierciedla wiedzę w relacjach przedsiębiorstwa między organizacjami.

### Kapitał społeczny

Kapitał społeczny jest terminem szeroko opisywanym w literaturze przedmiotu zwłaszcza tej z zakresu socjologii. Wyraża on cechy organizacji społeczeństwa, które zwiększają jego sprawność. Odnosi się do zaufania, współpracy i powiązań między ludźmi tworzącymi daną organizację, która



funkcjonuje tym lepiej, im lepsze są relacje między jej członkami<sup>35</sup>. Kapitał społeczny jest również opisywany jako zasoby i członkostwo w grupie, które to pomaga i wspiera jednostkę poprzez kapitał pozostałych osób. Wyróżnia się kapitał społeczny wiążący (bonding) i pomostowy (bridging). Kapitał społeczny wiążący akcentuje przede wszystkim więzi między uczestnikami grupy społecznej. Natomiast kapitał społeczny pomostowy dotyczy sieci pomiędzy osobami, które są członkami różnych społeczności.

### 1.5 Pytania

1. Co to jest wycena przedsiębiorstw?
2. Scharakteryzuj i omów główne cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw.
3. Wymień błędy wyceny przedsiębiorstw.
4. Podaj różnice między prywatyzacją pośrednią i bezpośrednią.
5. Scharakteryzuj pojęcie kapitału przedsiębiorstwa i omów jego rodzaje.

---

<sup>35</sup> F. Fukuyama, *Zaufanie: kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, przekł. z ang. Anna i Leszek Śliwa. wyd. PWN, Warszawa/Wrocław 1997.

## 2.

### **Główne źródła informacji o przedsiębiorstwie – istota i elementy sprawozdań finansowych w obecnym systemie prawnym**

**Sprawozdanie finansowe** – przedstawia wyniki finansowe przedsiębiorstwa, które sporządza się na końcu roku obrachunkowego (dzień bilansowy)<sup>36</sup>. Powinno być sporządzone zgodnie z zasadami rachunkowości. Sprawozdania finansowe muszą uwzględniać warunki formalne tj.: podanie w nagłówku pełnej nazwy i adresu przedsiębiorstwa, określenie momentu lub okresu, którego dotyczą dane. Do sprawozdań dołącza się tablice statystyczne, zawierające zestawienia liczbowe związane z określonym zagadnieniem. Sprawozdania finansowe powinny być podpisane przez osoby odpowiedzialne za ich prawidłowe sporządzenie. Przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą są zobowiązane zamknąć księgi rachunkowe na koniec roku obrotowego. Na wniosek ministra finansów, GUS wydaje dla jednostek gospodarczych instrukcje i wzory sprawozdawcze. Celem jest zbieranie informacji od jednostek zobowiązanych do składania sprawozdań oraz jednostek uprawnionych do ich otrzymania. Ponadto instrukcje i wzory sprawozdawcze określają: terminy i tematykę oraz zasady wypełniania poszczególnych sprawozdań.

Do najważniejszych czynników kształtujących prawidłowość sprawozdań finansowych należą:

1. wiarygodność (rzetelność),
2. zrozumiałość dla użytkowników,
3. kompletność,
4. porównywalność,
5. sprawdzalność,
6. terminowość,
7. ciągłość.

Pełne sprawozdanie finansowe obejmuje:

1. informacje wstępne,
2. bilans wraz z informacją dodatkową do bilansu,

---

<sup>36</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Art. 45.

3. sprawozdanie z przepływów pieniężnych,
4. rachunek zysków i strat,
5. sprawozdanie z przepływów kapitału<sup>37</sup>.

### 2.1. Bilans majątkowy przedsiębiorstwa

Bilans majątkowy jest podstawą statycznej i dynamicznej analizy przedsiębiorstwa. Umożliwia on także ocenę stanu i wyników finansowych przedsiębiorstwa. Bilans jest zestawieniem składników majątkowych i źródeł ich finansowania, który sporządza się na określony dzień. Suma aktywów (majątku) powinna być równa sumie pasywów (źródeł finansowania).

Majątek w przedsiębiorstwie stanowią budynki, maszyny, urządzenia, środki transportowe, grunty, materiały oraz gotówka i środki pieniężne na rachunkach bankowych. Majątek przedsiębiorstwa umożliwia prowadzenie działalności gospodarczej. Ujęcie finansowe majątku przedstawia źródła finansowania majątku. Bilans majątkowy stanowi dwustronne zestawienie aktywów i pasywów.

Aktywa są to składniki jakie posiada przedsiębiorstwo, najczęściej na podstawie wiarygodnego prawa własności do nich. Aktywa dzielą się na dwie grupy: majątek trwały i obrotowy.

**Majątek trwały** są to składniki, których użytkowanie ma miejsce w dłuższym okresie trwając najczęściej dłużej niż rok. Składniki przedsiębiorstwa można uznać za majątek trwały, jeśli w obecnym systemie prawnym mają wartość powyżej 3500 zł. Majątek trwały dzieli się najczęściej na:

- rzeczowy majątek trwały,
- wartości niematerialne i prawne,
- należności długoterminowe,
- inwestycje i lokaty długoterminowe.

**Rzeczowy majątek trwały** jest najczęściej w przedsiębiorstwie reprezentowany przez posiadane i budowane środki trwałe: budynki, budowle, maszyny, urządzenia, środki transportu, narzędzia, inwentarz żywy (stado podstawowe), prawa wieczystego użytkowania gruntów oraz prawa do lokalu mieszkalnego. Rzeczowe aktywa trwałe są wykorzystywane

---

<sup>37</sup> „[http://pl.wikipedia.org/wiki/Sprawozdanie\\_finansowe](http://pl.wikipedia.org/wiki/Sprawozdanie_finansowe)”.

w przedsiębiorstwie dłużej niż rok<sup>38</sup>, a ocenia się je głównie według wartości netto, czyli różnicy wartości brutto i wielkości umorzenia<sup>39</sup>.

**Na wartości niematerialne i prawne** składają się natomiast znaki towarowe, patenty, oprogramowanie komputerowe, prawa autorskie, itp.

**Należności długoterminowe** są to środki pieniężne za sprzedane produkty o terminach płatności dłuższych niż rok. „Należności długoterminowe to należności o terminie spłaty powyżej roku licząc od dnia bilansowego. W bilansie przygotowywanym zgodnie z polską ustawą o rachunkowości występuje jednak pewne odstępstwo od tej reguły, gdyż jako długoterminowych nie ujmuje się należności z tytułu dostaw i usług, które zawsze zaliczane są do należności krótkoterminowych, ale osobno w nich wyodrębniane. Należnościami długoterminowe są to z reguły pożyczki udzielane innym firmom”<sup>40</sup>.

**Inwestycje** długoterminowe obejmują składniki majątku takie jak: papiery wartościowe, akcje, obligacje, bony skarbowe. Główną korzyścią z posiadania tych aktywów jest przyrost ich wartości lub przychody płynące ze sprzedaży tych walorów.

Drugą grupę aktywów przedsiębiorstw stanowi majątek obrotowy, który zużywa się najczęściej całkowicie w jednym procesie produkcyjnym lub w jednym roku obrachunkowym. Aktywa obrotowe zmieniają swoją formę uczestnicząc w procesie produkcji i zostają przekształcone w produkty gotowe. Majątek obrotowy dzieli się na: zapasy, należności krótkoterminowe, środki pieniężne oraz inwestycje krótkoterminowe.

**Zapasy** są to składniki majątku obrotowego, do których zalicza się: towary, materiały, produkty gotowe oraz produkcję niezakończoną.

**Materiały** zużywają się w jednym cyklu produkcyjnym i należą do nich m.in. paliwo, surowce i opakowania.

**Produkty gotowe** są to dobra wytworzone w procesie produkcji i są sprzedawane na rynku.

---

<sup>38</sup> P. Bórawski, *Ocena składników bilansu majątkowego przedsiębiorstw na przykładzie województwa warmińsko-mazurskiego*, *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* 64, SGGW w Warszawie, Warszawa 2008, s. 215-225.

<sup>39</sup> G. Michalski, *Analiza i ocena sytuacji finansowej MSP* (w:) W. Pluta (red.) *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2004, s. 37.

<sup>40</sup> [http://www.findict.pl/academy/rachunkowosc/podstawy\\_rachunkowosci/bilans/aktywa.php](http://www.findict.pl/academy/rachunkowosc/podstawy_rachunkowosci/bilans/aktywa.php).

**Towary** nie zmieniają swojej formy i są przeznaczone do sprzedaży.

**Produkcja niezakończona** obejmuje produkty w toku i półfabrykaty (półprodukty), które zmieniają swoją formę w trakcie wytwarzania.

**Należności krótkoterminowe** są to należne przedsiębiorstwu środki pieniężne za sprzedaż produktów oraz towarów, które powinny mu zostać przekazane w okresie krótszym niż rok.

**Środki pieniężne** obejmują walory, które posiada firma najczęściej na rachunku bankowym lub w kasie.

**Inwestycje krótkoterminowe** są to środki finansowe przeznaczone na zakup papierów wartościowych (akcji, obligacji), które powinny być odsprzedane w czasie krótszym niż rok.

Majątek przedsiębiorstwa ma swoje źródła finansowania, które nazywamy pasywami. Najczęściej źródła finansowania stanowią kapitały własne i kapitały obce.

**Kapitały własne** są to środki finansowe wniesione przez właściciela do przedsiębiorstwa. W skład kapitałów własnych wchodzi również wypracowany w wyniku działalności gospodarczej zysk, który jest najczęściej przeznaczony na rozwój przedsiębiorstwa. W przedsiębiorstwach państwowych i spółdzielniach kapitały własne przyjmują formę funduszy.

**Kapitały obce** tworzą kolejną grupę źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa. W ich skład wchodzi zobowiązania przedsiębiorstw wobec innych uczestników rynku, takich jak: banki, instytucje, przedsiębiorstwa i inne. Ważną cechą współcześnie działających przedsiębiorstw jest posiadanie zobowiązań na określonym poziomie. Prężnie ekonomicznie przedsiębiorstwa finansują bieżącą działalność gospodarczą korzystając z kapitałów obcych, a ich dostępność na rynku systematycznie się zwiększa. Natomiast oszczędności i wypracowany zysk są przeznaczone na inne, bardziej zyskowe przedsięwzięcia. Uwzględniając kryterium jakim jest termin płatności, zobowiązania dzielą się na długoterminowe (termin płatności dłuższy niż rok) i krótkoterminowe (spłata nie przekracza terminu jednego roku). W przedsiębiorstwach wskazane jest posiadanie kapitałów

pozostających dłużej w dyspozycji, a więc im więcej jest kapitałów długoterminowych, tym sytuacja przedsiębiorstwa jest pewniejsza<sup>41</sup>.

W skład kapitałów obcych wchodzi:

- zobowiązania wobec dostawców,
- kredyty bankowe i pożyczki,
- zobowiązania publiczno-prawne,
- inne zobowiązania.

**Zobowiązania wobec dostawców** występują wówczas, kiedy moment zapłaty za towary jest późniejszy niż moment dostawy. Wówczas zobowiązania przyjmują formę **kredytu kupieckiego**.

**Kredyty bankowe** występują na skutek korzystania przez przedsiębiorstwo ze środków finansowych banku. W polskim systemie prawnym kredyt może zostać udzielony wyłącznie przez bank, natomiast inne podmioty gospodarcze udzielają pożyczek.

**Zobowiązania publiczno-prawne**, do których zalicza się: niezapłacone cła, ubezpieczenia, podatki, opłaty. Stanowią kolejną grupę kapitałów obcych. Najczęściej są to środki finansowe, których wierzycielami są Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego, urzędy celne lub zakład ubezpieczeń społecznych.

### Zasady sporządzania bilansu majątkowego

Obowiązująca aktualna ustawa o rachunkowości<sup>42</sup> określa następujące zasady sporządzania bilansów majątkowych:

- **zasada jasności:** zapewnia użytkownikom informacji jak najbardziej czytelne dane poprzez właściwą klasyfikację pozycji bilansowych,
- **zasada ciągłości bilansowej:** wyraża się faktem, że bilans zamknięcia jest jednocześnie bilansem otwarcia. Pomaga ona przedstawić bilans w roku bieżącym i latach następnym,

---

<sup>41</sup> T. Waśniewski, D. Skoczylas, *Analiza wspomaganie finansowego* (w:) L. Bednarki, T. Waśniewski (red). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Fundacja na Rzecz Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996, s. 379.

<sup>42</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. op. cit.

- **zasada prawdziwości:** przesądza o konieczności uwzględnienia w bilansie wszystkich środków przedsiębiorstwa, tak aby stan finansowy był zgodny ze stanem rzeczywistym,
- **zasada równości bilansowej:** suma aktywów przedsiębiorstwa równa się sumie pasywów.

Według art. 11 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.:

1. Księgi rachunkowe prowadzi się w siedzibie jednostki (przedstawicielstwa lub oddziału zagranicznej osoby prawnej).
2. Jednostki posiadające oddziały (zakłady) mogą prowadzić księgi rachunkowe oddziałów (zakładów) w siedzibie jednostki albo oddziałów (zakładów).
3. Księgi rachunkowe mogą być prowadzone na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej poza siedzibą jednostki (oddziału, zakładu), w przypadku określonym w art. 13 ust. 2 i 3 oraz w razie powierzenia ich prowadzenia osobie fizycznej, osobie prawnej lub jednostce nieposiadającej osobowości prawnej, uprawnionej do świadczenia takich usług.
4. W przypadku nieprowadzenia ksiąg rachunkowych w siedzibie jednostki (oddziału, zakładu) kierownik jednostki obowiązany jest:
  - a) powiadomić właściwy Urząd Skarbowy o miejscu prowadzenia ksiąg w terminie 15 dni od dnia wydania ksiąg poza siedzibą jednostki (oddziału, zakładu),
  - b) zapewnić dostępność ksiąg rachunkowych do badania przez upoważnione organy kontroli zewnętrznej w siedzibie jednostki (oddziału, zakładu)<sup>43</sup>.

**Skonsolidowane sprawozdanie** finansowe obejmuje sprawozdanie finansowe grupy kapitałowej, które składa się zarówno z danych jednostki dominującej jak i jednostek od niej zależnych, bez względu na to, w jakim państwie znajduje się ich siedziba, zestawione w taki sposób, jakby grupa kapitałowa stanowiła jedną jednostkę<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Nowe brzmienie art. 11 wchodzi w życie z dn. 1.01.2009 r. (Dz. U. z 2008 r. Nr 63, poz. 393).

<sup>44</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. op. cit.

Struktura skonsolidowanego sprawozdania finansowego obejmuje:

- skonsolidowany bilans,
- skonsolidowany rachunek zysków i strat,
- skonsolidowany rachunek przepływów pieniężnych,
- zestawienia zmian w skonsolidowanym kapitale własnym,
- informacja dodatkowa, obejmującą wprowadzenie do skonsolidowanego sprawozdania.

Wyróżnia się dwie metody konsolidacji

- metodę konsolidacji pełnej, która służy do konsolidacji danych jednostki zależnej o której mowa w art. 60 ust. 1 ustawy o rachunkowości,
- metodę konsolidacji proporcjonalnej, która służy do konsolidacji jednostek współzależnych nie będących spółkami handlowymi, o której mowa w art. 61 ust. 1 ww. ustawy, z zastrzeżeniem art. 55 ust. 5 ww. ustawy<sup>45</sup>.

Przykład skonsolidowanego bilansu przedsiębiorstwa przedstawia się w tab. 2.

**Tabela 2**

**Skonsolidowany bilans przedsiębiorstwa X za lata 2018-2020 w zł**

Aktywa	2018	2019	2020
<b>I. Aktywa trwałe</b>	29291087	30702967	28111046
1. Wartości niematerialne i prawne, w tym:	3207325	3634165	3840224
– wartość firmy	291		
2. Wartość firmy jednostek podporządkowanych	37764		
3. Rzeczowe aktywa trwałe	24405749	24819758	23905067
4. Należności długoterminowe	1428	2967	3064
4.1. Od jednostek powiązanych	1049	1101	1160
4.2. Od pozostałych jednostek	379	1849	1904
5. Inwestycje długoterminowe	354551	950239	207988
5.1. Nieruchomości			
5.2. Wartości niematerialne i prawne			
5.3. Długoterminowe aktywa finansowe	354551	950239	207988
a) w jednostkach powiązanych, w tym:	12746	14925	7981
– udziały lub akcje w jednostkach podporządkowanych wyceniane metodą praw własności	8019	9681	2829

<sup>45</sup> <http://www.skarbiec.biz/rachunkowosc/skonsolidowane.htm>.



<b>Aktywa</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
– udziały lub akcje w jednostkach zależnych i współzależnych nie objętych konsolidacją	4727	5189	5152
b) w pozostałych jednostkach	341806	935315	200007
5.4. Inne inwestycje długoterminowe			
6. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	1284270	1295838	154703
6.1. Aktywa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1278957	1281504	96542
6.2. Inne rozliczenia międzyokresowe	5313	14334	58161
<b>II. Aktywa obrotowe</b>	3909178	5436952	5951854
1. Zapasy	258368	210346	171625
2. Należności krótkoterminowe	2891280	2888339	2711558
2.1 Od jednostek powiązanych	4333	10830	28075
2.2. Od pozostałych jednostek	2886947	2877509	2683484
3. Inwestycje krótkoterminowe	741843	2316977	3032750
3.1. Krótkoterminowe aktywa finansowe	741843	2316190	3032007
a) w jednostkach powiązanych	1577	339	
b) w pozostałych jednostkach	144979	589192	89594
c) środki pieniężne i inne aktywa pieniężne	595287	1726659	2942413
3.2. Inne inwestycje krótkoterminowe		787	743
4. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	17687	21290	35921
Aktywa razem	33200265	36139919	34062900

<b>Pasywa</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>I. Kapitał własny</b>	11395045	12832562	15133452
1. Kapitał zakładowy	3780000	3990000	4074000
2. Należne wpłaty na kapitał zakładowy (wielkość ujemna)			
3. Akcje (udziały) własne (wielkość ujemna)			
4. Kapitał zapasowy	5480448	6986243	7704441
5. Kapitał z aktualizacji wyceny	518131	1524578	1545740
6. Pozostałe kapitały rezerwowe	150042	182800	201098
7. Różnice kursowe z przeliczenia jednostek podporządkowanych	6988	6877	6623
a) dodatnie różnice kursowe			
b) ujemne różnice kursowe	6988	6877	6623
8. Zysk (strata) z lat ubiegłych	182940	710108	639925
9. Zysk (strata) netto	756352	865926	2254721

<b>Pasywa</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
10. Odpisy z zysku netto w ciągu roku obrotowego (wielkość ujemna)			
<b>II. Kapitały mniejszości</b>	565943	595664	807651
<b>III. Ujemna wartość firmy jednostek podporządkowanych</b>			
<b>IV. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania</b>	21239277	22711693	18121797
1. Rezerwy na zobowiązania	2197560	2428380	1574993
1.1. Rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego	1081379	1151126	385449
1.2. Rezerwa na świadczenia emerytalne i podobne	365716	439506	463984
a) długoterminowa	319823	378590	422789
b) krótkoterminowa	45893	60916	41195
1.3. Pozostałe rezerwy	750465	837747	725560
a) długoterminowe	43762		63459
b) krótkoterminowe	706703	837747	662101
2. Zobowiązania długoterminowe	13634595	13107114	11165611
2.1. Zobowiązania wobec jednostek powiązanych			95
2.2. Zobowiązania wobec pozostałych jednostek	13634595	13107114	11165516
3. Zobowiązania krótkoterminowe	4819942	6506106	4206710
3.1. Wobec jednostek powiązanych	50232	38354	87291
3.2. Wobec pozostałych jednostek	4621965	6316030	3987145
3.3. Fundusze specjalne	147745	151722	132273
4. Rozliczenia międzyokresowe	587181	670093	1174484
4.1. Ujemna wartość firmy			
4.2. Inne rozliczenia międzyokresowe	587181	670093	1174484
a) długoterminowe	238170	225132	623150
b) krótkoterminowe	349011	444961	551333
Pasywa razem	33200265	36139919	34062900

## 2.2. Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat jest to **sprawozdanie finansowe** jednostki przedstawiające wynik finansowy przedsiębiorstwa oraz efektywność jego działalności. Dokument ten ukazuje strumienie pieniężne oraz jest odzwierciedleniem zdolności firmy do generowania zysków. Rachunek zysków i strat polega na zestawieniu przychodów z dokonanych operacji finansowych pomniejszonych o koszty im towarzyszące. Rachunek zysków i strat jest narzędziem

odzwierciedlającym rentowność przedsiębiorstwa. W Polsce istnieją dwie wersje rachunku zysków i strat: **kalkulacyjny i porównawczy**. Różnica między nimi polega na tym, że w wariantcie kalkulacyjnym, sumie przychodów ze sprzedaży produktów przeciwstawiane są koszty wytworzenia sprzedanych produktów oraz całość kosztów sprzedaży i ogólnego zarządu. Natomiast w wariantcie porównawczym rachunku zysków i strat, sumie przychodów ze sprzedaży produktów, skorygowanych o przyrost lub zmniejszenie stanu zapasów produkcji gotowej i niezakończonych oraz rozliczeń międzyokresowych kosztów, jak też zwiększonych o koszt wytworzenia świadczeń na własne potrzeby – przeciwstawiana jest suma kosztów według rodzajów działalności operacyjnej. Jednak wielu autorów podkreśla, że sam zysk nie jest do końca najlepszym miernikiem efektywności gospodarowania ponieważ nie uwzględnia on ani przyszłych, ani teraźniejszych ani przeszłych przepływów pieniężnych. Jego wielkość jest uzależniona od przyjętego sposobu wyliczenia<sup>46</sup>.

Przykład skonsolidowanego rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa prezentujemy w kolejnej tabeli.

Tabela 3

**Skonsolidowany rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa X  
lata 2018-2020 w zł**

<b>Skonsolidowany rachunek zysków i strat</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
I. Przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, w tym:	19800947	18900904	21601033
– od jednostek powiązanych	25005	23869	27278
1. Przychody netto ze sprzedaży produktów	19493659	18607583	21265810
2. Przychody netto ze sprzedaży towarów i materiałów	307288	293321	335224
II. Koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów, w tym:	11074753	10571355	12081548
– od jednostek powiązanych	75668	72228	82547
1. Koszt wytworzenia sprzedanych produktów	9810468	9364537	10702328
2. Wartość sprzedanych towarów i materiałów	1264285	1206818	1379220
III. Zysk (strata) brutto ze sprzedaży (I+II)	8726194	8329549	9519485
IV. Koszty sprzedaży	2380135	2271947	2596511
V. Koszty ogólne zarządu	2476157	2363605	2701262
VI. Zysk (strata) ze sprzedaży (III+IV+V)	3869902	3693998	4221712

<sup>46</sup> T. Dubycz, P. Szymański, *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy – SVA* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź 2003, s. 45.

VII. Pozostałe przychody operacyjne	807099	770412	880471
1. Zysk ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	27895	26627	30431
2. Dotacje	8501	8114	9274
3. Inne przychody operacyjne	770703	735671	840767
VIII. Pozostałe koszty operacyjne	1516323	1447399	1654170
1. Strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych	32997	31497	35996
2. Aktualizacja wartości aktywów niefinansowych	606333	578773	661454
3. Inne koszty operacyjne	876993	837129	956719
IX. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (VI+VII+VIII)	3160678	3017011	3448013
X. Przychody finansowe	664744	634529	725176
1. Dywidendy i udziały w zyskach, w tym:	847	809	924
– od jednostek powiązanych	847	809	924
2. Odsetki, w tym:	188966	180376	206144
– od jednostek powiązanych	42	40	46
3. Zysk ze zbycia inwestycji	4415	4215	4817
4. Aktualizacja wartości inwestycji	120	114	131
5. Inne	470396	449015	513160
XI. Koszty finansowe	2677980	2556253	2921432
1. Odsetki, w tym:	1543627	1473462	1683956
– od jednostek powiązanych		-213	-8
2. Strata ze zbycia inwestycji	858	819	936
3. Aktualizacja wartości inwestycji	11854	11315	12931
4. Inne	1121641	1070658	1223609
XII. Zysk (strata) ze sprzedaży całości lub części udziałów jednostek podporządkowanych	899	858	980
XIII. Zysk (strata) z działalności gospodarczej (IX+X+XI+XII)	1146544	1094429	1250776
XIV. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych (XIV.1. + XIV.2.)	3464	3306	3779
1. Zyski nadzwyczajne	83	79	90
2. Straty nadzwyczajne	3546	3385	3869
XV. Odpis wartości firmy jednostek podporządkowanych	46346	44240	50560
XVI. Odpis ujemnej wartości firmy jednostek podporządkowanych			
<b>XVII. Zysk (strata) brutto (XIII+XIV+XV+XVI)</b>	<b>1096734</b>	<b>1046883</b>	<b>1196437</b>
XVIII. Podatek dochodowy	227406	217070	248080
a) część bieżąca	410171	391527	447460
b) część odroczone	182765	174458	199380
XIX. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)			

XX. Udział w zyskach (stratach) netto jednostek podporządkowanych wycenianych metodą praw własności	201	192	220
XXI. Zyski (straty) mniejszości	55304	52790	60331
<b>XVII. Zysk (strata) netto (XVII+XVIII+XIX+X+XXI)</b>	<b>924430</b>	<b>882411</b>	<b>1008469</b>

### 2.3. Analiza wskaźnikowa

Informacje zestawione w omówionych punktach poprzednich sprawozdań finansowych pozwalają na przeprowadzenie analizy wskaźnikowej przedsiębiorstwa. Natomiast analiza ta umożliwia dokonanie obiektywnej oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, co stanowi etap przygotowawczy procesu wyceny.

Analiza wskaźnikowa polega na wyliczeniu wskaźników należących do pięciu grup: płynności, obrotowości, rentowności, wspomagania finansowego i rynku kapitałowego.

#### A. Wskaźniki płynności

**Wskaźnik bieżącej płynności** informuje, czy i w jakim stopniu bieżące aktywa pokrywają bieżące pasywa. Innymi słowy pokazuje on relacje między środkami obrotowymi i zobowiązaniami w przedsiębiorstwie. Uważa się, że powinien on kształtować się w przedziale 150-200%, a jego obniżenie poniżej wartości 120% świadczy o problemach finansowych przedsiębiorstwa, ponieważ wskazuje na zakłócenia w płynności środków<sup>47</sup>.

**Wskaźnik szybkiej płynności**, powinien kształtować się na poziomie co najmniej 100% i wyraża on zdolność przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań za pomocą płynnych środków obrotowych.

**Wskaźnik wypłacalności środkami pieniężnymi** powinien być na poziomie 10-20% i określa on zdolność do pokrycia zobowiązań bieżących przez najbardziej płynny majątek, jakim jest pieniądź i papiery wartościowe.

<sup>47</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2001, s. 79.

## B. Wskaźniki obrotowości

**Wskaźnik obrotowości aktywów** określa ilość obrotów dokonanych przeciętnym stanem aktywów. Informuje również jaką wartość sprzedaży osiągnęła firma z zaangażowania 1 zł aktywów ogółem<sup>48</sup>.

**Wskaźnik obrotowości zapasów** określa, ile razy dokonano obrotu przeciętnym stanem zapasów dla osiągnięcia danej wartości przychodów w badanym okresie. Niska wartość wskaźnika świadczy o narażeniu na utratę płynności.

**Wskaźnik obrotowości należności** ocenia szybkość rozliczeń z odbiorcami. Jeżeli jest on na wysokim poziomie to przedsiębiorstwo szybciej przekształca należności w środki pieniężne.

**Wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych** ocenia szybkość rozliczeń z dostawcami.

## C. Wskaźniki rentowności

**Kryterium rentowności**, inaczej **zyskowności**, informuje jakie korzyści odnosi przedsiębiorstwo z posiadanego majątku.

**Wskaźnik rentowności sprzedaży** informuje o zyskowności podstawowej działalności jednostki gospodarczej. Wysoka wartość wskaźnika świadczy o dobrej kondycji finansowej firmy<sup>49</sup>.

**Wskaźnik rentowności majątku** informuje w jaki sposób przedsiębiorstwo korzysta z posiadanych zasobów majątku w celu generowania zysku. Przedstawia wielkość zysku przypadającą na jednostkę zaangażowanych w przedsiębiorstwie aktywów<sup>50</sup>.

**Wskaźnik rentowności kapitału własnego** określa zdolność wykorzystania zaangażowanych środków własnych do osiągania zysku. Jego wielkość zależy od udziału kapitałów własnych w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa.

---

<sup>48</sup> J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001, s. 214-215.

<sup>49</sup> T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwach*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004, s. 171.

<sup>50</sup> Tamże, s. 247.

## D. Wskaźniki wspomaganie finansowego

**Wskaźnik ogólnego zadłużenia** stanowi do określenia, jaka część źródeł finansowania aktywów przedsiębiorstwa stanowi kapitał obcy. Wysoki poziom wskaźnika jest uzasadniony wówczas, gdy oprocentowanie kredytów bankowych jest niższe od osiąganego przez firmę stopy rentowności majątku<sup>51</sup>.

**Wskaźnik udziału kapitału własnego w finansowaniu majątku** przedsiębiorstwa obliczany jest jako relacja kapitału własnego do całości majątku i powinien wynosić 1. Taki poziom wskaźnika świadczy o niezależności finansowej przedsiębiorstwa.

**Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem** przedstawia zdolność przedsiębiorstwa do bieżącej obsługi zadłużenia. Im wskaźnik jest wyższy tym korzystniejszy, ponieważ ryzyko finansowania działalności kapitałem obcym jest mniejsze<sup>52</sup>.

## E. Wskaźniki rynku kapitałowego

**Wskaźnik zysku przypadającego na jedną akcję** pozwala na niepełne porównanie atrakcyjności inwestycji w akcje przedsiębiorstw, ponieważ liczba emitowanych przez nie akcji jest bardzo zróżnicowana.

**Wskaźnik relacji ceny rynkowej (PRICE) do zysku na jedną akcję (EARNING)**. Gdy firma wykazuje rozwój i rosnące zyski, wówczas obserwuje się wzrostową wartość wskaźnika P/E. Osłabienie pozycji przedsiębiorstwa na rynku i jego sytuacji finansowej zwiększa ryzyko pogorszenia jej zyskowności w przyszłości<sup>53</sup>.

**Wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej jednej akcji** jest uzupełnieniem pełnej analizy rynku kapitałowego. Wartość księgową ustala się poprzez podzielenie wartości kapitałów własnych przez liczbę wyemitowanych przez spółkę akcji.

Formuły na podstawie których dokonuje się obliczeń poszczególnych wskaźników zestawiono w tabeli 4.

---

<sup>51</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 83.

<sup>52</sup> L. Bednarski, *Analiza finansowa...*, op. cit., s. 87.

<sup>53</sup> W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2000, s. 116-117.

Tabela 4

## Wskaźniki analizy finansowej przedsiębiorstwa – formuły obliczeń

Wskaźniki płynności	
<i>Wskaźnik bieżącej płynności</i>	$= \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe} + \text{krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe} + \text{rezerwy krótkoterminowe}} \times 100$
<i>Wskaźnik szybkiej płynności</i>	$= \frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe} + \text{krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe} + \text{rezerwy krótkoterminowe}} \times 100$
<i>Wskaźnik wypłacalności środkami pieniężnymi</i>	$= \frac{\text{środki pieniężne} + \text{papiery wartościowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe} + \text{krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe} + \text{rezerwy krótkoterminowe}} \times 100$
Wskaźniki obrotowości	
<i>Wskaźnik obrotowości aktywów</i>	$= \frac{\text{przychody ogółem}}{\text{przeciętny stan aktywów ogółem}}$
<i>Wskaźnik obrotowości zapasów</i>	$= \frac{\text{przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}{\text{przeciętny stan zapasów}}$
<i>Wskaźnik obrotowości należności</i>	$= \frac{\text{przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}{\text{przeciętny stan należności}}$
<i>Wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych</i>	$= \frac{\text{przychody ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}}{\text{przeciętny stan zobowiązań krótkoterminowych}}$
Wskaźniki rentowności	
<i>Wskaźnik rentowności sprzedaży</i>	$= \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychody ogółem}} \times 100$
<i>Wskaźnik rentowności aktywów</i>	$= \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa ogółem}} \times 100$
<i>Wskaźnik rentowności kapitału własnego</i>	$= \frac{\text{zysk netto}}{\text{kapitał własny}} \times 100$



<b>Wskaźniki wspomagania finansowego</b>	
<i>Wskaźnik ogólnego zadłużenia</i>	= $\frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{całość aktywów}}$
<i>Wskaźnik udziału kapitałów własnych w finansowaniu majątku</i>	= $\frac{\text{kapitał własny}}{\text{całość aktywów}}$
<i>Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem</i>	= $\frac{\text{zysk brutto} + \text{odsetki}}{\text{odsetki}}$

<b>Wskaźniki rynku kapitałowego</b>	
<i>Wskaźnik zysku na 1 akcję</i>	= $\frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba akcji}}$
<i>Wskaźnik relacji ceny rynkowej do zysku na 1 akcję</i>	= $\frac{\text{cena rynkowa 1 akcji}}{\text{zysk netto na 1 akcję}}$
<i>Wskaźnik relacji wartości rynkowej do wartości księgowej 1 akcji</i>	= $\frac{\text{cena rynkowa 1 akcji}}{\text{zysk netto na 1 akcję}}$

## 2.4. Rachunek przepływów pieniężnych (Cash flow)

Rachunek przepływów środków pieniężnych jest wykorzystywany do analizy finansowej przedsiębiorstwa. Najczęściej posiada on formę sprawozdania z przepływów pieniężnych (Cash flow), ukazującego uzyskane i wydatkowane środki pieniężne, które stało się obowiązujące obok bilansu i rachunku wyników na podstawie ustawy o rachunkowości<sup>54</sup>.

Narzędzie to służy do pokazania zmian w zasobach gotówki. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku wprowadziła rachunek przepływów pieniężnych, który stał się obowiązkowym elementem sprawozdawczości finansowej począwszy od 1 stycznia 1995 roku wyłącznie dla przedsiębiorstw mających obowiązek badania i ogłaszania sprawozdań finansowych<sup>55</sup>. Wcześniej tzn. przed 1995 r. był obligatoryjny tylko dla przedsiębiorstw, które chciały znaleźć się na giełdzie, ponieważ takie wymogi ustaliła Komisja Papierów Wartościowych.

<sup>54</sup> M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwach*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 34.

<sup>55</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 51.

Rachunek przepływów pieniężnych był istotny również w przypadku ubiegania się o kredyt bankowy, ponieważ sprawozdania takiego wymagały niektóre banki w celu oceny zdolności kredytowej danego przedsiębiorstwa.

Sprawozdanie przepływów pieniężnych opisuje zmiany jakie zaszły w sytuacji finansowej jednostki wywołane strumieniami pieniężnymi<sup>56</sup>. Rachunek przepływów pieniężnych przedstawia rezultaty procesów zachodzących w przedsiębiorstwie, w postaci przepływów gotówki, a więc w sposób dynamiczny.

Sprawozdanie to przedstawia wpływy i wydatki środków pieniężnych w toku działalności gospodarczej danego podmiotu, a więc związane z jego sytuacją finansową<sup>57</sup>.

Wyróżnia się następujące zasady sporządzania rachunku przepływów pieniężnych:

- a) dane pochodzące z ksiąg rachunkowych oraz innych elementów sprawozdania finansowego są podstawą do sporządzenia rachunku przepływów pieniężnych,
- b) jeżeli w jednostce nie wystąpiły zdarzenia dotyczące rachunku przepływów pieniężnych, zarówno w roku obrotowym jak i poprzedzającym, to pozycje im odpowiadające pomija się,
- c) nie podaje się danych porównawczych kiedy jednostka powstała dopiero w bieżącym roku obrotowym,
- d) za dane porównawcze przyjmuje się wydatki za analogiczny okres sprawozdawczy poprzedniego roku obrotowego podczas sporządzania rachunku przepływów pieniężnych za inny okres sprawozdawczy niż rok obrotowy,
- e) rachunek powinien być sporządzony z dużą dokładnością, tak jak pozostałe elementy sprawozdania finansowego, co ułatwia porównywanie i analizę danych liczbowych<sup>58</sup>.

W celu prawidłowego sporządzenia rachunku przepływów pieniężnych porównuje się ze sobą dwa kolejne bilanse przedsiębiorstwa, na początek i na koniec roku sprawozdawczego.

Za punkt wyjścia sporządzania sprawozdań z przepływów środków pieniężnych uznaje się ustalenie nadwyżki finansowej, jaką przedsiębiorstwo wygospodarowało w okresie bilansowym. Składa się na nią zysk po

---

<sup>56</sup> B. Gierusz, *Podręcznik samodzielnej nauki księgowania*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 1998, s. 45.

<sup>57</sup> M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa w...*, op. cit., s. 51, 391.

<sup>58</sup> Artykuł 10 ust. 3 ustawy z 29 września 1994 r. o rachunkowości.

opodatkowaniu (zysk netto) oraz amortyzacja środków trwałych, wyposażenia oraz wartości niematerialnych i prawnych. Nadwyżka ta jest określana „płynnością gotówkową” lub „cash flow”.

**Nadwyżka finansowa (cash flow) = zysk netto + amortyzacja**

Poza wygospodarowaną nadwyżką finansową, przedsiębiorstwa korzystają z długoterminowych lub krótkoterminowych źródeł przychodów. Do pierwszych zaliczamy: dochody ze sprzedaży akcji, dopłaty udziałów do funduszu założycielskiego zwiększające kapitał własny oraz zaciągane kredyty bankowe i pożyczki. Natomiast przychody krótkoterminowe, na przykład kredyty i pożyczki zwiększają zobowiązania oraz zmniejszają środki obrotowe np.: zapasy i należności, w których „zamrażane” są środki pieniężne.

Rachunek przepływów pieniężnych wyróżnia trzy kategorie przepływów:

- A) Przepływy z działalności operacyjnej,
- B) Przepływy z działalności inwestycyjnej,
- C) Przepływy z działalności finansowej.

**Działalność operacyjna** – zgodnie z ustawą o rachunkowości nie jest działalnością inwestycyjną ani finansową. Obejmuje ona natomiast podstawowy rodzaj działalności jednostki oraz inne rodzaje, które jednostka prowadzi. Przepływy z działalności operacyjnej obejmują przepływy wynikające z operacji związanych z produkcją, handlem lub świadczeniem usług. Przepływy te obejmują przede wszystkim: wpływy gotówkowe ze sprzedaży produktów lub usług oraz wydatki ponoszone przez przedsiębiorstwo na zakup materiałów i surowców niezbędnych do produkcji, płace, czynsze itd. Przepływy operacyjne netto są ważnym wskaźnikiem zdolności przedsiębiorstwa do generowania środków na: utrzymanie zdolności operacyjnej, spłatę długów, dokonywanie nowych inwestycji bez ubiegania się o zewnętrzne finansowanie działalności, czyli na przykład o kredyty bankowe oraz płacenie dywidend. Dodatnie saldo przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej danego przedsiębiorstwa wskazuje na jego prawidłowe funkcjonowanie, a ujemne na problemy z niską rentownością przedsiębiorstwa, co może przyczynić się do jego upadku.

**Przepływy z działalności inwestycyjnej** przedstawiają obroty środków pieniężnych związanych z nabywaniem i zbywaniem składników aktywów trwałych oraz krótkoterminowych aktywów finansowych. Najczęściej są one konsekwencją zakupu lub sprzedaży rzeczowych aktywów trwałych,

długoterminowych inwestycji i krótkoterminowych aktywów finansowych (z wyłączeniem środków pieniężnych) wartości niematerialnych i prawnych oraz związanych z tym kosztów i korzyści. W przypadku zakupu majątku trwałego, stanowiącego wydatek, podlega on amortyzacji i nie można wpisać jednorazowego wydatku w koszty, lecz musi on być rozłożony w czasie w postaci odpisów amortyzacyjnych<sup>59</sup>. Saldo przepływów z działalności operacyjnej powinno być na tyle duże, by mogło pokryć ujemne saldo przepływów gotówki z działalności inwestycyjnej.

**Przepływy z działalności finansowej** obejmują wypłatę dywidend i inne wydatki związane z rozliczeniem zysku oraz wpływy z emisji akcji lub innych instrumentów finansowych (na przykład obligacji korporacyjnych). Wydatki obejmują strumienie pieniężne związane ze spłatą zadłużenia, wydatki z tytułu spłaty rat w leasingu finansowym.

Również w tym przypadku, saldo przepływów gotówki z działalności finansowej może być zarówno dodatnie oraz ujemne. Pozyskiwanie środków pieniężnych z działalności finansowej polega na powiększaniu kapitału obcego, przez zaciąganie kredytów bankowych, pożyczek lub emisję obligacji.

Zysk netto w ujęciu gotówkowym z działalności firmy stanowi sumę trzech strumieni z działalności finansowej, inwestycyjnej i operacyjnej. Po dodaniu do tej pozycji kwoty środków pieniężnych jakie firma posiadała na początku roku obrotowego, otrzymujemy środki pieniężne firmy na koniec badanego okresu.

Przepływy zasobów pieniężnych, określających wypłacalność firmy i jej płynność stanowią, obok zysku, ważny składnik oceny jej sytuacji ekonomiczno-finansowej pozwalający na wnioskowanie na temat szans przetrwania firmy na rynku.

Rachunek zysków i strat przedstawia przepływy w danym roku obrachunkowym. Wzory rachunku zysków i strat najczęściej zawarte są w ustawie o rachunkowości, chociaż każda jednostka dostosowuje go do specyfiki występujących pozycji, które wynikają z rodzaju prowadzonej przez nią działalności<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> M. Nowak, *Praktyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa – Metody i ograniczenia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 125.

<sup>60</sup> A. Jarugowa, L. Kopczyńska, *Rachunkowość i podatki* (w:) B. Piasecki (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź 1998, s. 387.

## 2.5. Zastosowanie informacji o przedsiębiorstwie i wyników analizy wskaźnikowej w procesie wyceny

Źródła informacji o przedsiębiorstwie są ważnymi składnikami umożliwiającymi przeprowadzenie wyceny przedsiębiorstwa. Badanie głównych pozycji bilansu przedsiębiorstwa umożliwia jego przedstawienie na tle branży oraz ułatwia osiąganie celów wyceny. Przeprowadzenie analiz bilansu takich jak analiza pionowa i pozioma pozwalają na śledzenie zmian zachodzących w przedsiębiorstwie i wykorzystanie tych wyników w procesie wyceny.

Jeżeli chodzi o rachunek zysków i strat to również ma on duże znaczenie w procesie wyceny. Dokładna analiza przychodów i kosztów pozwala na analizę przyczyn wpływających na wynik finansowy przedsiębiorstwa. Przeprowadzenie poziomej i pionowej analizy zysków i strat znajduje zastosowanie w procesie wyceny przedsiębiorstwa. Bilans majątkowy oraz rachunek zysków i strat stanowią źródła informacji w procesie wyceny przedsiębiorstw<sup>61</sup>.

Proces wyceny przedsiębiorstwa jest związany również z rachunkiem przepływów pieniężnych, który stał się obligatoryjny dla przedsiębiorstw<sup>62</sup>. Rachunek przepływów pieniężnych bada dochodowość przedsiębiorstwa, a zatem jest podstawą w metodach wyceny przedsiębiorstw wykorzystujących ten wskaźnik.

Natomiast analiza wskaźnikowa pomaga scharakteryzować ekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa. Dzięki analizie wskaźnikowej można dokonać oceny sytuacji przedsiębiorstwa na tle konkurencyjnych przedsiębiorstw. Ostatnim elementem analizy fundamentalnej jest wycena akcji. Sprawozdania finansowe są przydatne w wycenie, ponieważ przedmiotem wyceny może być zarówno całe przedsiębiorstwo jak i poszczególne jego składniki takie jak: majątek trwały, majątek obrotowy czy wartości niematerialne i prawne<sup>63</sup>.

Informacje pochodzące ze sprawozdań finansowych oraz analizy wskaźnikowej służą do przeprowadzenia klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw (tab. 5).

---

<sup>61</sup> R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki., M. Kulczycki, *Metody i systemy...*, op. cit., s. 107.

<sup>62</sup> Ustawa o rachunkowości z 1994 r, op. cit. Art. 45. ust 3 oraz art. 64 ust 1.

<sup>63</sup> [http://www.inwestor.edu.pl/merytoryka/analiza\\_wskaznikowa.htm](http://www.inwestor.edu.pl/merytoryka/analiza_wskaznikowa.htm).

Tabela 5

## Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

Majątkowe	Dochodowe	Mieszane	Porównawczo-rynkowe
Księgowa	Zdyskontowanych przepływów pieniężnych	Szwajcarska	– cena / zysk, – cena / sprzedaż, – cena / EBITDA, – dywidenda / akcję.
Skorygowanych aktywów netto	APV	Berlińska	– WP* / EBIT, – WP / EBITDA, – WP / OCF, – cena / wartość księgową.
Wartości likwidacyjnej	Zdyskontowanych zysków	Stuttgarcka	Mnożniki używane do wyceny firm internetowych: – cena / sprzedaż, – cena / liczba subskrybentów,
Wartości odtworzeniowej	Zdyskontowanych dywidend	UEC	– cena / liczba odwiedzanych stron.

Źródło: P. Fernandez, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego 2002.

## 2.6. Pytania i zadania

1. Co to jest bilans majątkowy i jakie wyróżniamy jego składniki?
2. Jakie wnioski można sformułować na podstawie analizy skonsolidowanego bilansu przedsiębiorstwa X w latach 2018-2020?
3. Co to jest rachunek zysków i strat i jakie wyróżniamy jego składniki?
4. Omów zasady sporządzania rachunku przepływów pieniężnych (Cash Flow).
5. Jakie wnioski można wyciągnąć z analizy zmian składników rachunku zysków i strat przedsiębiorstwa X w latach 2018-2020?

**Zadanie 1**

Na podstawie przedstawionego skonsolidowanego bilansu (tabela 2) i rachunku zysków i strat (tabela 3) oblicz następujące wskaźniki.

Wyszczególnienie	2018	2019	2020
<b>Wskaźniki płynności</b>			
Wskaźnik bieżącej płynności			
Wskaźnik szybkiej płynności			
Wskaźnik wypłacalności środkami pieniężnymi			
<b>Wskaźniki obrotowości</b>			
Wskaźnik obrotowości aktywów			
Wskaźnik obrotowości zapasów			
Wskaźnik obrotowości należności			
Wskaźnik obrotowości zobowiązań krótkoterminowych			
<b>Wskaźniki rentowności</b>			
Wskaźnik rentowności aktywów			
Wskaźnik rentowności sprzedaży			
Wskaźnik rentowności kapitału własnego			
<b>Wskaźniki wspomagania finansowego</b>			
Wskaźnik ogólnego zadłużenia			
Wskaźnik udziału kapitałów własnych w finansowaniu majątku			
Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem			
<b>Wskaźniki rynku kapitałowego</b>			
Wskaźnik zysku na jedną akcję			
Wskaźnik relacji ceny rynkowej do zysku na jedną akcję			
Wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej jednej akcji			

### 3.

## Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw

Szczególnie często stosowanymi w określaniu wartości przedsiębiorstw metodami są metody majątkowe. Polegają one na wycenie przedsiębiorstw w oparciu o ich bilanse majątkowe. Metody majątkowe opierają się na wycenie poszczególnych aktywów trwałych i obrotowych oraz pasywów obcych przedsiębiorstwa. Najczęściej wyliczenia wartości poszczególnych składników majątku opierają się o zapisy księgowe<sup>64</sup>. Wadą metod majątkowych jest to, że nie uwzględniają one wartości reputacji, która jest wynikiem działania czynników nieewidencjonowanych<sup>65</sup>. Do najważniejszych metod wyceny przedsiębiorstw należą:

1. **księgowa (wartości ewidencyjnej aktywów netto = WEAN),**
2. **skorygowanych aktywów netto (wartości skorygowanej aktywów netto = WSAN),**
3. **odtworzeniowa,**
4. **likwidacyjna.**

### 3.1. Metoda księgowa

Metoda księgowa jest bardzo prostą metodą wyceny przedsiębiorstw. W celu wyceny przedsiębiorstwa dokonuje się analizy bilansu majątkowego. Wartość księgowa majątku:

$$\text{aktywa} - \text{pasywa bieżące} - \text{zobowiązania długoterminowe} \\ = \text{wartość księgowa kapitału własnego}$$

gdzie:

pasywa bieżące obejmują rezerwy, zobowiązania krótkoterminowe i fundusze specjalne, rozliczenia międzyokresowe kosztów i przychody przyszłych okresów<sup>66</sup>.

---

<sup>64</sup> M. Papiernik-Wojdera, *Wycena należności dla potrzeb szacowania wartości przedsiębiorstwa* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź 2003, s. 288.

<sup>65</sup> S. Wrzosek, *Krytyka niektórych mieszanych metod wyceny przedsiębiorstwa* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź 2003, s. 207.

<sup>66</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie...*, op. cit., s. 38.



Wadą metody jest to, że wartość księgową aktywów i pasywów może nie być równa wartości rynkowej. Należy jednak zaznaczyć, że wartość księgową często różni się od wartości rynkowej, która jest wynikiem oddziaływania popytu i podaży na rynku.

Zaletą tej metody jest prostota obliczeń i szybkość uzyskania wyniku. Wynik tej metody, który jest obciążony brakiem korekty danych bilansowych, można uznać co najwyżej jako tło wyceny a nie merytoryczną wycenę. Dlatego metoda księgowa nie znalazła się na liście pięciu metod wyceny przedsiębiorstw rekomendowanych przez polskiego pracodawcę<sup>67</sup>.

### 3.2. Metoda skorygowanych aktywów netto

Drugą popularną metodą wyceny przedsiębiorstw wykorzystującą bilans majątkowy jest metoda skorygowanych aktywów netto. Metoda ta wychodzi z założenia, że zapisy księgowe danego przedsiębiorstwa nie zawsze odzwierciedlają wartość rynkową aktywów i pasywów obcych. W takiej sytuacji zatem, przed dokonaniem właściwych obliczeń, należy przeprowadzić korektę poszczególnych pozycji bilansowych. Korekta ta powinna doprowadzić do uzyskania odpowiedzi na dwa pytania a mianowicie:

- czy wartość księgową danej pozycji aktywów lub pasywów obcych bilansu odzwierciedla wartość rynkową tej pozycji oraz,
- jeżeli wartość księgową jest różna od wartości rynkowej, to jaka jest wartość rynkowa danej pozycji bilansu.

Różnica pomiędzy wartością rynkową oraz księgową są uwarunkowane obiektywnie. Tak na przykład skorygowana wartość aktywów netto jest sumą wartości aktywów trwałych netto oraz aktywów obrotowych, finansowanych ze środków własnych firmy według zapisów w bilansie, obliczana z uwzględnieniem korekty aktywów w bilansie majątkowym. Podobnej korekcie poddać należy również wartość pasywów obcych wycenianego przedsiębiorstwa, wynikającą z jego bilansu. Wartość rynkowa i wartość księgową pozycji bilansowych mogą się różnić z powodów obiektywnych. Najprostsze przykłady to różnica pomiędzy księgową a rynkową wartością rzeczowych aktywów trwałych wynikająca z faktu, iż ta pozycja bilansu jest pozycją „netto”, uwzględniającą amortyzację. Amortyzacja natomiast jest konwencją i jako taka, nie

---

<sup>67</sup> Por. 5.1. rozporządzenia RM z 3.06.1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy (Dz. U. Nr 64 z 1997 roku, poz. 408, ze zm.).

odzwierciedla precyzyjnie realnego procesu zużycia środka trwałego. Drugim czytelnym przykładem mogą być różnice pomiędzy rynkową oraz księgową wyceną papierów wartościowych. Wartość przedsiębiorstwa w analizowanej metodzie wylicza się natomiast według wzoru:

$$W_P = (A + K_A) - (P_O + K_{P_O})$$

gdzie:

$W_P$  = wartość firmy,

$A$  = wartość bilansowa aktywów (składników majątkowych),

$K_A$  = korekta wartości bilansowej aktywów,

$P_O$  = pasywa obce (wartość bilansowa pasywów obcych),

$K_{P_O}$  = korekta wartości bilansowej pasywów obcych<sup>68</sup>.

### 3.3. Metoda wartości odtworzeniowej

Trzecią popularną metodą wyceny majątku jest metoda odtworzeniowa. Jej głównym zadaniem jest określenie nakładów inwestycyjnych i kosztów niezbędnych do odtworzenia identycznego lub podobnego pod względem rzeczowym majątku. W wyniku wyliczenia wartości odtworzeniowej danego składnika majątku otrzymujemy wartość odtworzeniową, która jest różnicą między aktualną ceną nowego składnika a rzeczywistym jego zużyciem, która powinna wynikać z kalkulacji dokonanej przez rzeczoznawcę majątkowego. Metoda ta przedstawia nakłady niezbędne do odtworzenia w firmie danych składników majątku. Do wyliczenia wartości przedsiębiorstwa stosuje się następujący wzór:

$$W_P = W_A + DC - U_M$$

gdzie:

$W_P$  = wartość przedsiębiorstwa,

$W_A$  = wartość bilansowa aktywów,

$DC$  = różnica między wielkością nakładów, jakie trzeba ponieść na stworzenie od nowa określonego potencjału materialnego, a wartością bilansową aktywów,

$U_M$  = stopień zużycia technicznego wyrażony stopniem umorzenia aktywów<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Praca zbiorowa, PWE, Warszawa 1998, s. 20.

<sup>69</sup> W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia...*, op. cit., s. 25.

### 3.4. Metoda wartości likwidacyjnej

Ostatnią metodą zaliczaną do grupy metod majątkowych jest metoda likwidacyjna. Jak sama nazwa wskazuje, jest ona stosowana w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa lub jego zbędnych składników majątkowych. Z metody tej często korzystają banki, które wyceniają zabezpieczenia kredytów. W wyniku wyceny otrzymujemy wartość likwidacyjną, która jest różnicą między wpływami pochodzącymi ze sprzedaży poszczególnych elementów majątku oraz kosztami związanymi bezpośrednio z likwidacją oraz zobowiązaniami i kosztami związanymi ze zwalnianiem pracowników (w tym koszty odpraw). Właściciele przedsiębiorstwa mogą dowiedzieć się stosując tą metodę, jakie wpływy otrzymają decydując się na likwidację przedsiębiorstwa w momencie wyceny. Wartość przedsiębiorstwa w tej metodzie liczy się według następującej formuły:

$$W_P = W_{LA} - Z - K_L$$

gdzie:

$W_P$  = wartość przedsiębiorstwa,

$W_{LA}$  = wartość likwidacyjna aktywów (suma środków możliwych do uzyskania ze sprzedaży poszczególnych składników majątku),

$Z$  = bilansowe zobowiązania pieniężne do spłaty,

$K_L$  = koszty likwidacji<sup>70</sup>.

W rozdziale tym omówiono cztery podstawowe metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw. Ze względu na swoją specyfikę metody te spełniają następujące funkcje:

- pozwalają ocenić wysokość kapitałów zaangażowanych przez właścicieli w działalność przedsiębiorstw,
- wyniki wyceny majątkowej mogą stanowić podstawę wyceny metodami mieszanymi (podejście majątkowo-dochodowe, dochodowo-majątkowe),
- pozwalają określić wysokość nakładów jakie firmy muszą w przyszłości ponieść, aby odtworzyć swój majątek,
- skłaniają do dokonania analizy rentowności składników bilansu majątkowego przedsiębiorstw.

Należy zaznaczyć, że tak jak inne metody analiz i wycen wiążą się one z szeregiem trudności. Do najważniejszych należy zaliczyć:

<sup>70</sup> W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia...*, op. cit., s. 29.

- problemy z wyceną wartości niematerialnych i prawnych,
- ukierunkowanie na nakłady niezbędne do odtworzenia majątku co prowadzi często do pomijania analiz korzyści jakie mogą być dzięki temu osiągnięte,
- nastawienie tylko na analizę majątku i jego wartości, co prowadzi do zawężenia analiz i pomijania powiązań między poszczególnymi składnikami majątkowymi.

### 3.5. Pytania i zadania

1. Na czym polegają metody majątkowe wyceny przedsiębiorstw?
2. Scharakteryzuj metodę księgową i wartości skorygowanej aktywów netto.
3. Podaj przykłady praktycznych zastosowań metod likwidacyjnej i odtworzeniowej.

#### Zadanie 1

Oblicz wartość aktywów netto opierając się na bilansie majątkowym (tabela 2) (aktywa po korekcie-pasywa po korekcie).

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....



## 4.

### Wartość pieniądza w czasie. Rachunek dyskonta

Istotą gospodarki rynkowej jest zmiana wartości pieniądza w czasie. Jego wartość wraz z upływem czasu ulega najczęściej zmniejszeniu, co jest wynikiem inflacji i oznacza, że w przyszłości za tą samą sumę pieniędzy będziemy mogli kupić tańsze dobro lub usługę. Zjawisko zmiany wartości pieniądza w czasie wynika z szeregu prawidłowości, wśród których na szczególną uwagę zasługuje skłonność konsumentów do bieżącej konsumpcji, zmniejszenia ryzyka w przypadku posiadania pieniędzy teraz niż w przyszłości i możliwość zainwestowania posiadanych zasobów w określonym momencie czasowym.

**4.1. Wartość przyszła** – przedstawia przyszłą wartość ustalonej kwoty po upływie danego okresu czasu. Proces jej obliczania nosi nazwę kapitalizacji i realizowany jest za pomocą rachunku procenta składowego. Formuła tego rachunku jest następująca:

$$FVn = PV(1 + k)^n$$

gdzie:

$FVn$  = wartość przyszła,

$PV$  = wartość początkowa,

$k$  = stopa procentowa,

$n$  = liczba okresów.

**4.2. Wartość obecna** – polega na określeniu teraźniejszej wartości przyszłego przepływu środków pieniężnych. W tym celu posługujemy się rachunkiem dyskonta o następującej formule:

$$PV = \frac{FVn}{(1 + r)^n}$$

gdzie:

$PV$  = wartość obecna,

$r$  = stopa dyskontowa,

$FV$  = wartość przyszła,

$n$  = liczba okresów.

Jak łatwo zauważyć rachunek dyskonta stanowi zatem swoistą odwrotność rachunku procenta składowego.

### 4.3. Podstawowe metody szacowania stopy dyskontowej ( $r$ )

Jak wynika z formuły przedstawionej w punkcie 4.2., podstawowym parametrem rachunku dyskonta jest tak zwany współczynnik dyskontowy, wyrażający się następującym wzorem:

$$\frac{1}{(1+r)^n}$$

gdzie:

$r$  = stopa dyskontowa,

$n$  = liczba okresów

Pierwszym zadaniem szczegółowym jakie należy rozwiązać stosując rachunek dyskonta jest element dochodowych metod wyceny przedsiębiorstwa lub jako element dyskontowych metod rachunku ekonomicznej efektywności inwestycji jest oszacowanie wysokości stopy dyskontowej ( $r$ ). Stopa ta interpretowana być może jako oczekiwana bądź pożądana przez inwestora stopa zwrotu z kapitału zainwestowanego w szczególne przedsięwzięcie inwestycyjne, jakim jest zakup przedsiębiorstwa. Wyróżnić można dwie podstawowe formuły pozwalające na oszacowanie  $r$ , a mianowicie:

- (a) formułę kosztową oraz
- (b) formułę rynkową.

a) Formuła kosztowa wychodzi z założenia, iż zazwyczaj działalność przedsiębiorstwa obok kapitału własnego, jest finansowana kapitałem obcym, którego koszt jest zróżnicowany.

b)

$$r = r_w w_w + r_d w_d (1 - r_p)$$

gdzie:

$r$  = stopa dyskontowa, czyli średnia ważona stopu zwrotu z całkowitego kapitału przedsiębiorstwa,

$r_w$  = oczekiwana przez inwestora stopa zwrotu z kapitału własnego (koszt kapitału własnego),

$r_d$  = średnia ważona oprocentowania kapitału obcego (kredyty, pożyczki, inne zobowiązania),

$r_p$  = stopa podatku dochodowego,

$w_w$  = wskaźnik udziału kapitału własnego w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa,

$w_d$  = wskaźnik udziału kapitału obcego w całkowitym kapitale przedsiębiorstwa.

Dostępność kapitałów obcych oraz ich koszty decydują w dużej mierze o opłacalności działalności gospodarczej oraz wartości przedsiębiorstwa. Jeżeli kapitały obce są drogie, firmy muszą finansować przedsięwzięcia kapitałem własnym. Jeżeli natomiast kapitał obcy jest tani, firmy zainteresowane są jego

wykorzystaniem w możliwie największym zakresie. Do obliczenia kosztu pozyskania kapitału wykorzystuje się formułę średniego ważonego kosztu (WACC – Weighted Average Cost of Capital). Jego wysokość zależy od rodzaju i wartości finansowanych składników majątku oraz ich kosztów. Średnio ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa obliczamy według wzoru:

$$Kw = \left( \frac{Dz}{Pz} + g \right) \times 100$$

gdzie:

$Kw$  = średnio ważony koszt kapitału,

$Dz$  = dywidenda na 1 akcję w ostatnim okresie,

$Pz$  = cena rynkowa jednej akcji,

$g$  = oczekiwana stopa wzrostu dywidendy.

Drugi składnik omawianej formuły uwzględnia fakt, iż odsetki od kapitału obcego są składnikiem kosztów uzyskania przychodów, a zatem wpływa to na zmniejszenie podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwo.

b) formuła rynkowa obejmuje dwa elementy, a mianowicie:

- **stawkę bazową** równą stopie oprocentowania wolnych od ryzyka lokat kapitałowych (np. obligacje Skarbu Państwa) powiększona o ekwiwalent oczekiwanego poziomu inflacji oraz,
- **premię z tytułu ryzyka** zainwestowania w dane przedsięwzięcie (zakup przedsiębiorstwa).

Formułę rynkową szacowania stopy dyskontowej ( $r$ ) można wyrazić następującym wzorem:

$$r = r_f B (r_m - r_f)$$

gdzie:

$r$  = stopa dyskontowa (stopa zwrotu),

$r_f$  = bazowa stopa dyskontowa ( $free = f$ )

$r_m$  = średnia (medium = m) rynkowa stopa zwrotu,

$B$  = współczynnik określający wielkość ryzyka zainwestowania w przedsięwzięcie jakim jest zakup wycenianego przedsiębiorstwa.

Formuła rynkowa stanowi emanację modelu wyceny aktywów kapitałowych znanego w literaturze przedmiotu pod nazwą Capital Asset Pricing Model = CAPM<sup>71</sup>.

---

<sup>71</sup> Por. na przykład A. Jaki, *Wycena...*, *op. cit.*, s. 79.



#### 4.4. Wartość zaktualizowana netto (NPV)

Inwestycje są czynnikiem podnoszącym wartość rynkową przedsiębiorstw. Inwestycje najczęściej są to środki finansowe, które są przeznaczane na rozwój przedsiębiorstwa, powiększanie jego majątku. Inwestycje najczęściej dzieli się na: rzeczowe, finansowe i niematerialne<sup>72</sup>. Inwestycje rzeczowe zwiększają wartość majątku przedsiębiorstwa, inwestycje finansowe – najczęściej są inwestycjami w papiery wartościowe, a niematerialne dotyczą operacji finansowych i rozwoju dóbr niematerialnych. Inwestycje powinny być jednak oceniane pod kątem nakładów i przychodów. W tradycyjnym ujęciu NPV zakłada czas trwania projektu inwestycyjnego, strumienie pieniężne netto, które określono oraz możliwość wyznaczenia współczynnika dyskontowego<sup>73</sup>. Miernik NPV służy do porównania nakładów ponoszonych na inwestycje z przychodami i ich wartością. W praktyce stosuje się trzy przedziały oceny wartości zaktualizowanej netto NPV. Jeżeli  $NPV = 0$ , to nakłady na inwestycje są równe przychodom z inwestycji (inwestycja na progu opłacalności). Gdy  $NPV < 0$  – nakłady na inwestycje są większe od przychodów z inwestycji (inwestycja nieopłacalna). Natomiast jeżeli  $NPV > 0$  wówczas przychody z inwestycji przewyższają wartość nakładów (inwestycja opłacalna). Miernik ten jest bardzo dobry w warunkach braku zmian w sposobie realizacji projektu przez napływ dodatkowych informacji<sup>74</sup>. Jednak miernik ten posiada również wiele wad, do których można najczęściej zaliczyć:

- brak możliwości zarządzania realizacją projektu w sposób aktywny,
- brak uwzględnienia możliwości rozwojowych dla przedsiębiorstwa, które są związane z realizacją projektu,
- nie uwzględnia efektu synergii projektów,
- analiza ryzyka opiera się głównie na korekcie stopy dyskontowej poprzez podwyższenie jej wartości<sup>75</sup>.

<sup>72</sup> H. Gawron, *Inwestycje* (w:) B. Piasecki (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Lódź 1998, s. 501.

<sup>73</sup> W. Rudny, *Wykorzystanie opcji realnych do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa* (w:) J. Bieliński (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa 2004, s. 131.

<sup>74</sup> A. Kozarkiewicz-Chlebowska, *Wartość strategiczna w ocenie projektów inwestycyjnych*. (w:) J. Bieliński (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 139.

<sup>75</sup> M., J. Mauboussin, *Get Real. Using Real Options in Security Analysis*. Raport CSFBC; T. Jajuga, *Podjęcie decyzji inwestycyjnych w warunkach ryzyka* (w:) W. Pluta (red.) *Budżetowanie kapitałów*, PWE, Warszawa 2000, s. 47.

$$NPV = \sum PV - I > 0$$

NPV – jest wartością otrzymaną po zdyskontowaniu nadwyżki finansowej w każdym roku oddzielnie a następnie odjęciu nakładów inwestycyjnych również zdyskontowanych. Te projekty, w których koszty inwestycji są niższe od nadwyżki finansowej powinny być przyjęte. NPV można obliczyć stosując następujący wzór:

$$V = \frac{N}{\left(\frac{D}{100}\right)^n} - I$$

gdzie:

$I$  = suma nakładów inwestycyjnych,

$D$  = stopa procentowa,

$N$  = nadwyżki finansowe dla poszczególnych lat,

$V$  = różnica między sumą zdyskontowanych nadwyżek finansowych netto i kumulowanymi nakładami inwestycyjnymi<sup>76</sup>.

#### 4.5. Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR)

Wewnętrzna stopa zwrotu oznacza taką stopę dyskontową, przy której wartość zaktualizowana (NPV) jest równa zero<sup>77</sup>. Oznacza to w praktyce, że inwestycje mogą być przyjęte, gdy stopa graniczna jest niższa od IRR. W przeciwnym przypadku inwestycja nie powinna być przyjęta. Preferowane są projekty o wyższej stopie IRR.

$$IRR = i_1 + \frac{PV(i_2 - i_1)}{PV + (NV)}$$

gdzie:

$IRR$  = wewnętrzna stopa zwrotu,

$PV$  = poziom NPV obliczony na podstawie  $i_1$ ,

$NV$  = poziom NPV obliczony na podstawie  $i_2$ ,

$i_1$  = poziom stopy procentowej, przy której  $NPV > 0$ ,

$i_2$  = poziom stopy procentowej, przy której  $NPV < 0$ .

---

<sup>76</sup> M. Dębniwska, M. Tkaczuk, *Finanse przedsiębiorstw rolnych*, Wydaw. ART Olsztyn, Olsztyn 1997, s. 82.

<sup>77</sup> Tamże, s. 84.

#### 4.6. Pytania i zadania

1. Podaj różnice między wartością przyszłą i obecną.
2. Omów podstawowe metody szacowania stopy dyskontowej ( $r$ ).
3. Podaj różnice między NPV i IRR.

##### Zadanie 1

Oblicz przyszłą wartość kwoty 1000 złotych po 5 latach przy oprocentowaniu 7%.

.....  
.....

##### Zadanie 2

Oblicz jaką wartość uzyska właściciel lokaty w banku, który złożył lokatę w kwocie 5000 na 10 lat przy oprocentowaniu 8%.

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

##### Zadanie 3

Oblicz dzisiejszą wartość 500 złotych, która powinna być zapłacona za 3 lata. Stopa procentowa kształtuje się na poziomie 9% w stosunku rocznym

.....  
.....

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

#### Zadanie 4

Jaką wartość ma obecnie kwota 250 tys. złotych, które właściciel ma zapłacić bankowi za 3 lata. Stopa procentowa kredytu została ustalona na poziomie 17% w stosunku rocznym.

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

#### Zadanie 5

Dokonaj analizy warunków zaciągania kredytów rocznych w dwóch bankach. W pierwszym banku są oferowane kredyty o oprocentowaniu rocznym 15% i warunkiem jego uzyskania jest płacenie odsetek co miesiąc. W drugim banku oprocentowanie roczne kredytu jest wyższe i wynosi 18%. Istnieje za to możliwość jednorazowej spłaty kredytu wraz z odsetkami. Wykorzystaj do tego celu wzór na efektywne roczne stopy procentowe<sup>78</sup>:

$$ERSP = (1 + r) n - 1$$

lub

$$ERSP = 1 + \left(\frac{r}{m}\right)^n$$

---

<sup>78</sup> A. Hopfer, R. Źródek, S. Źródek, *Szacowanie nieruchomości podejściem dochodowym procedury porównawcze*, TWIGGER, Warszawa 2001, s. 76.

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

**Zadanie 6**

Korzystając ze wzoru przedstawionego w zadaniu 5 oblicz efektywną stopę procentową. Wiadomo, że obecne oprocentowanie wkładów wynosi 5% rocznie przy miesięcznej kapitalizacji odsetek.

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

**Zadanie 7**

Przeprowadź analizę warunków udzielania kredytów przez dwa banki. W pierwszym banku roczna stopa procentowa wynosi 12% przy miesięcznej spłacie odsetek. Drugi bank oferuje oprocentowanie kredytów w wysokości 20% przy kwartalnej spłacie odsetek.

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

### Zadanie 8

Przedsiębiorstwo zamierza realizować jedną z inwestycji. Musi jednak wybrać tę, która będzie bardziej efektywna. Koszt pierwszej inwestycji będzie wynosił 500 tys. złotych, a drugiej 590 tys. złotych. Ustalono koszty zużycia kapitału w wysokości 20%. Przepływy pieniężne ustalono w następującej wysokości dla obu inwestycji:

Wyszczególnienie	lata					
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inwestycja 1	- 500	100	200	150	200	200
Inwestycja 2	- 590	250	250	250	200	200

### Rozwiązanie

Lata	Inwestycja 1			Inwestycja 2		
	CF	$\frac{1}{1+0,2}$	$\frac{CF}{1+0,2}$	CF	$\frac{1}{1+0,2}$	$\frac{CF}{1+0,2}$
2018	100			250		
2019	200			250		
2020	150			250		
2021	200			200		
2022	200			200		
X	850	X		1150	X	

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

.....

## 5.

### Dochodowe metody wyceny przedsiębiorstw

Drugą grupę metod wyceny przedsiębiorstw stanowią metody dochodowe. Wartość przedsiębiorstwa w tych metodach jest ustalana w relacji wprost proporcjonalnej wobec zdolności przedsiębiorstwa do przynoszonych dywidend. Kwantyfikowaniem tej zdolności są natomiast m.in. przyszłe dywidendy, zyski i przepływy pieniężne. Oszacowanie przyszłych dochodów przedsiębiorstw (zaktualizowanych na moment wyceny) pozwala określić poziom jego wartości dochodowej. Podejście dochodowe ma w gospodarce rynkowej wiodącą rolę wśród innych metod wyceny przedsiębiorstw<sup>79</sup>.

**„Doskonalenie wyceny przedsiębiorstwa metodą dochodową wymaga kolejno:**

- określenia, w jaki sposób będzie ujęty dochód będący podstawą określenia wartości przedsiębiorstwa,
- oszacowania strumieni przyszłych dochodów przedsiębiorstwa,
- kalkulacji stóp dyskontowych służących do aktualizacji przyszłych dochodów,
- obliczania poziomu wartości dochodowej”<sup>80</sup>.

#### 5.1. Mierniki dochodowości przedsiębiorstwa

Jako najbardziej adekwatną dla potrzeb wyceny miarą dochodowości przedsiębiorstw przyjmuje się powszechnie wielkość przepływów pieniężnych występujących w przedsiębiorstwie. Przepływy te liczone są jako nadwyżka finansowa wynikająca z zestawienia wszelkich rodzajów wpływów i wydatków jakie prawdopodobnie wystąpią w przedsiębiorstwie w poszczególnych latach okresu obliczeniowego, zwanego również okresem prognozy. Rachunek przepływów pieniężnych obejmuje zatem następujące grupy wpływów i wydatków przedsiębiorstwa:

---

<sup>79</sup> S. Wrzosek, *Krytyka niektórych...*, op. cit., 207.

<sup>80</sup> A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008, s. 19.

- wpływy i wydatki z prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności operacyjnej,
- wpływy i wydatki z działalności inwestycyjnej, związane z zakupem oraz sprzedażą składników majątku trwałego przedsiębiorstwa oraz
- wpływy i wydatki z działalności finansowej, obejmujące zaciągnięte, spłacone i udzielone kredyty i pożyczki, wpływy z emisji akcji, udziałów i obligacji, wydatki z tytułu wykupu obligacji, wypłaty dywidend oraz inne wypłaty z zysku.

Omawiany rachunek przyjąć może postać rachunku wolnych przepływów pieniężnych wyrażającą się wzorem:

$$CF = (1 - r_p)ZO + A - \Delta KO - I$$

gdzie:

$CF$  = nadwyżka finansowa,

$ZO$  = zysk operacyjny,

$r_p$  = stopa podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwo,

$A$  = amortyzacja,

$\Delta KO$  = przyrost kapitału obrotowego netto,

$I$  = niezbędne nakłady inwestycyjne<sup>81</sup>.

Mniej adekwatnymi dla potrzeb wyceny miernikami poziomu dochodowości przedsiębiorstwa jest **zysk** oraz część zysku jaką uchwałą walnego zgromadzenia spółki zostaje przeznaczona do podziału pomiędzy akcjonariuszy, czyli **dywidenda**.

W zależności od przyjętego miernika poziomu dochodowości przedsiębiorstwa wyróżnić można następujące dochodowe metody wyceny przedsiębiorstwa: metodę przepływów pieniężnych, metodę zdyskontowanych zysków oraz metodę zdyskontowanych dywidend.

## 5.2. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF)<sup>82</sup>

W tej metodzie wartość przedsiębiorstwa obliczona jest jako suma zdyskontowanych (zaktualizowanych = PV) na moment wyceny różnic pomiędzy wpływami oraz wydatkami jakie prawdopodobnie wystąpią w przedsiębiorstwie w poszczególnych latach okresu obliczeniowego (okres prognozy) oraz, również zdyskontowanej na moment wyceny, **wartości rezydualnej**

---

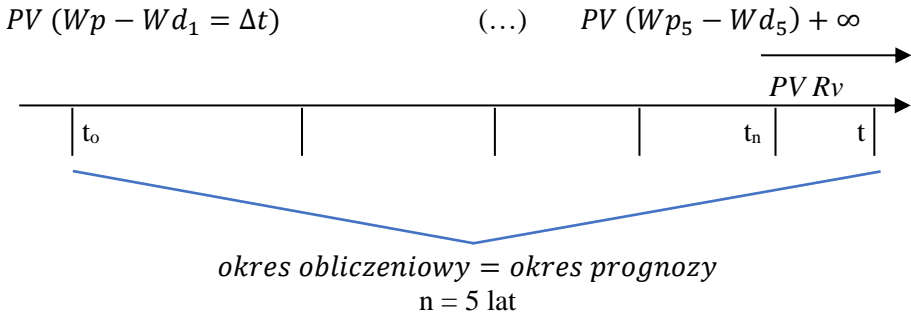
<sup>81</sup> A. Jaki, *Wycena i kształtowanie...*, op. cit., s. 94.

<sup>82</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie do...*, op. cit., s. 41.



przedsiębiorstwa. Rolą wartości rezydualnej w rachunku DCF jest przybliżone uwzględnienie, w jednej kwocie, wartości przedsiębiorstwa od końca okresu prognozy aż do zakończenia przez przedsiębiorstwo samodzielnej egzystencji na rynku.

W sposób graficzny ideę tej metody wyrazić można za pomocą wizualizacji przedstawionej na rysunku 2.



Rys. 2. Schemat metody DCF

Źródło: Opracowania własne.

gdzie:

- $t_0$  = moment wyceny,
- $PV$  = wartość obecna,
- $R_v$  = wartość rezydualna,
- $Wp$  = wartość wpływów,
- $Wd$  = wartość wydatków.

Jak wynika z rysunku 1, do najtrudniejszych zadań zespołu wyceniającego przedsiębiorstwa metodą DCF należy:

- przyjęcie założenia co do długości okresu obliczeniowego. W literaturze wyrażony jest zgodnie pogląd, iż w kraju o takim poziomie ryzyka gospodarczego jak Polska, okres ten nie powinien przekraczać 5 lat,
- oszacowanie wysokości wpływów i wydatków jakie prawdopodobnie wystąpią w przedsiębiorstwie w poszczególnych latach okresu prognozy, czyli zbudowanie tabel DCF,
- oszacowanie wysokości stopy dyskontowej  $r$  jaką należy przyjąć dla potrzeb rachunku dyskonta będącego integralnym elementem omawianej metody,
- oszacowanie wartości rezydualnej przedsiębiorstwa dla sytuacji przedsiębiorstwa po okresie wyceny.

Metoda DCF należy do najczęściej stosowanych, ponieważ **posiada wiele zalet:**

- możliwość wyliczenia przepływów pieniężnych,
  - możliwość oceny zdolności majątku przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych
- Wady:**
- trudności związane z kwestią wyceny i prognozowania wielu zmiennych,
  - ryzyko towarzyszące prognozowaniu wielu zmiennych,
  - niebezpieczeństwo pojawienia się trudności w szacowaniu kosztu kapitału, mamy często do czynienia z przeszacowaniem, zwłaszcza gdy wartość obliczamy po okresie wyceny.

### **Wartość rezydualna<sup>83</sup>**

Wartość rezydualna kończy proces wyceny i jest wartością po okresie prognozy. Metoda ta opiera się na założeniu, że przedsiębiorstwo będzie generować wolne operacyjne przepływy ( $FCF_{t+1}$ ) powiększone o stopę wzrostu  $q$ .

$$WR = \frac{FCF_t + 1}{(WACC - q)}$$

gdzie:

$WR$  = wartość rezydualna (końcowa)

$FCF_{t+1}$  = wolny przepływ pieniężny w ostatnim roku prognozy

$WACC$  = średni ważony koszt kapitału

$q$  = stopa wzrostu, która nie może przekraczać długoterminowego wzrostu PKB. Z praktyki wynika, że stopa  $q$  na poziomie 3% w ujęciu realnym jest górną granicą, przy czym w 80% przypadków ta stopa wynosi zero.

### **Ogólny wzór na wartość rezydualną przedsiębiorstwa:**

$$\text{Wartość rezydualna} = \frac{\text{Przepływy pieniężne}}{(r - \text{wzrost stabilny})}$$

$$\text{Wartość rezydualna dla kapitału własnego} = \frac{\text{Przepływy pieniężne dla kapitału}}{\text{koszt kapitału własnego}}$$

---

<sup>83</sup> M. Melich, *Nowoczesne metody...*, op. cit., s. 173.

### Metody wyznaczania wartości rezydualnej:

- wartość likwidacyjna przedsiębiorstwa (LV). Wyznaczenie wartości likwidacyjnej przedsiębiorstwa na koniec okresu prognozy. Zakładamy, że firma w końcowym roku prognozy zakończy działalność i sprzeda aktywa. Metodę obliczania wartości likwidacyjnej (upłynnienia) stosuje się w przypadku, gdy analiza zdolności przedsiębiorstwa do generowania dochodów wskazuje ograniczenia<sup>84</sup>.
- formuła ciągłej kapitalizacji dochodu. Do jej wyliczenia wykorzystuje się wyniki z ostatniego roku szczegółowej prognozy. Metodę tę stosuje się w przypadku przewidywanej stabilizacji sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa w najbliższych latach. Formuła wyliczenia wartości rezydualnej przyjmuje wówczas postać wzoru:

$$ReV = \frac{CFn}{r}$$

- model ciągłego wzrostu. Jeśli założymy, że przedsiębiorstwo będzie reinwestowało część swoich przepływów pieniężnych poza okresem prognozy, jego wartość będzie rosła według stałej stopy w nieskończoność. Model taki nosi nazwę modelu Gordona i jest wykorzystywany do wyceny panierów wartościowych. Model stałego wzrostu można przedstawić za pomocą wzoru:

$$ReV = \frac{CFn(1+q)}{r-q}$$

gdzie:

$CF$  = nadwyżka finansowa,

$q$  = stopa corocznego tempa wzrostu dochodów,

$r$  = stopa dyskontowa.

- metoda wyceny oparta na mnożniku cenowo-dochodowym. Służy ona do pomiaru wartości rezydualnej przedsiębiorstwa w długim okresie czasu<sup>85</sup>. Metodę można przedstawić za pomocą wzoru:

$$ReV = Zn \times P/E$$

gdzie:

$Zn$  = zysk netto przedsiębiorstwa w ostatnim roku sporządzenia szczegółowej prognozy,

$P/E$  = relacja ceny akcji do rocznego zysku netto przypadającego na 1 akcję wyznaczony dla podobnego przedsiębiorstwa notowanego na rynku kapitałowym.

<sup>84</sup> R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, M. Kulczycki, *Metody i systemy...*, op. cit., s. 118.

<sup>85</sup> Tamże..., s. 119.

### 5.3. Metoda zdyskontowanych dywidend

Dzięki zastosowaniu tej metody można oszacować wartości kapitału własnego spółki na podstawie zdyskontowanych przyszłych dywidend<sup>86</sup>. Wycena polega na ustaleniu wartości obecnej spodziewanego do otrzymania przez właścicieli w przyszłych okresach strumienia dywidend<sup>87</sup>. Wartość kapitału własnego w metodzie zdyskontowanych dywidend można policzyć według następującej formuły:

$$K = \sum \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

$K$  = wartość kapitału własnego,

$DIV_t$  = wartość dywidend wypłacanych na koniec okresu  $t$ ,

$r$  = koszt kapitału własnego.

Model metody zdyskontowanych dywidend może przyjmować różną postać. W przypadku stałej stopy wzrostu przedsiębiorstwa równej stopie wzrostu całej gospodarki, wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa można policzyć według wzoru:

$$Ve = \frac{DIV_0(1-g)}{re-g} = \frac{DIV_1}{re-g}$$

gdzie:

$DIV_0$  = wartość ostatnio wypłaconych dywidend,

$DIV_1$  = wartość planowanych do wypłaty dywidend w najbliższym roku,

$re$  = stopa kosztu kapitału własnego (oczekiwana stopa zwrotu z akcji),

$g$  = stopa wzrostu przedsiębiorstwa.

Stopa wzrostu całej gospodarki jest uzależniona od długoterminowej stopy inflacji oraz realnej zmiany dochodu narodowego brutto (PNB)<sup>88</sup>.

Do czynników decydujących o wartości przyszłych dywidend należą zakładana i możliwa do uzyskania stopa wzrostu przedsiębiorstwa i jego zysków oraz stopa wypłaty dywidendy. Zdaniem Szczepankowskiego wycena przedsiębiorstwa tą metodą opiera się na następujących czynnikach decydujących

<sup>86</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie do...*, op. cit., s. 44.

<sup>87</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 221.

<sup>88</sup> Tamże, s. 222.

o wartości przedsiębiorstwa: struktura i koszt kapitału, tempo wzrostu oraz realizowana polityka finansowa przedsiębiorstwa wobec jej właścicieli<sup>89</sup>.

#### 5.4. Metoda zdyskontowanych zysków

Istotą tej metody jest analiza prognozy wartości zysków netto przedsiębiorstwa w poszczególnych okresach<sup>90</sup>. Jest wskazana w przedsiębiorstwach w których nie ma konieczności ponoszenia nakładów na inwestycje rozwojowe lub wtedy gdy odpisy amortyzacyjne nie są większe od nakładów inwestycyjnych.

$$WP = \sum \frac{Z_t + RV_t}{(1+r)^t}$$

gdzie:

$WP$  = wartość przedsiębiorstwa,

$t$  = okres,

$Z_t$  = wartość zysku w poszczególnych latach,

$r$  = stopa dyskontowa uwzględniająca poziom ryzyka,

$RV$  = wartość rezydualna.

Czynnikami decydującymi o wartości przedsiębiorstwa uzyskanej w wyniku zastosowania tej metody jest kwota zaangażowanego kapitału powiększona o wytworzoną w trakcie funkcjonowania wartość dodaną. Metoda ta wskazuje na wartość zaangażowanych kapitałów i ich koszty oraz obrazuje efektywność ich zaangażowania w danych warunkach rynkowych<sup>91</sup>.

#### 5.5. Metoda skorygowanej wartości bieżącej (APV)

Przedsiębiorstwo powinno być finansowane kapitałem własnym przy uwzględnieniu rzeczywistej struktury finansowania. Wycenie podlega operacyjna strona działalności firmy ( $W_{ke}$ ). Koszt kapitału własnego jest wykorzystywany w celu dyskontowania wolnych przepływów pieniężnych. W pierwszej fazie wyceniamy operacyjną stronę działalności firmy ( $W_{ke}$ ). Następnie

---

<sup>89</sup> Tamże s. 223.

<sup>90</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie...*, *op. cit.*, s. 46.

<sup>91</sup> P. Szczepankowski, *Wycena...*, *op. cit.*, s. 223.

zdyskontowaną wartość tarczy podatkowej (DVTS)<sup>92</sup> dodajemy do obliczonej wartości firmy<sup>93</sup>.

$$Wke = \sum \frac{FCF_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{RVFCF_n}{(1 + k_e)^n}$$

gdzie:

$FCF_t$  = wolne przepływy pieniężne w okresie t,

$RVFCF_n$  = wartość rezydualna wolnych przepływów pieniężnych w okresie n,

$$DVTS = \sum \frac{TS_t}{(1 + k_d)^t} + \frac{RVTS_n}{(1 + k_d)^n}$$

gdzie:

$TS_t$  = wartość tarczy podatkowej w okresie t,

$RVTS_n$  = wartość rezydualna wartości tarczy podatkowej w okresie t,

$k_d$  = koszt długu.

## 5.6. Pytania i zadania

1. Co to są metody dochodowe wyceny przedsiębiorstw?
2. Podaj wady i zalety metod dochodowych.
3. Scharakteryzuj metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych.
4. Co to jest wartość rezydualna i jakie znasz metody jej wyznaczania?

### Zadanie 1

Dokonaj wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa X metodą zdyskontowanych dywidend, które w ostatnim roku swojej działalności osiągnęło wynik finansowy netto równy 75 000 zł. Akcjonariuszom postanowiono wypłacić 20% zysku (div) w postaci dywidendy.

<sup>92</sup> **tarcza podatkowa** efekt zmniejszenia obciążeń podatkowych jednostki w wyniku poniesionych pewnych kosztów uznawanych w przepisach podatkowych za koszt uzyskania przychodów. Efekt tarczy uzyskuje się poprzez odjęcie z kwoty podatku pobieranej od odbiorcy przy sprzedaży towarów i usług, kwoty podatków zapłaconych dostawcom za nabyte towary i usługi w analogicznym okresie. I tak kwota podatku oznaczona stopą nominalną, w odniesieniu do produktu finalnego, będzie równa sumie podatków cząstkowych pobranych w każdej fazie, przez którą przeszedł towar zanim trafił do konsumenta.

<sup>93</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie...*, op. cit., s. 45.

Rok	Zysk netto (EAT) w tys. zł.
2018	61 500
2019	65 000
2020	68 000
2021	71 500
2022	75 000

Aktualna długoterminowa stopa zwrotu aktywów wolnych od ryzyka ( $R_f$ ) wynosi 3,60%. Natomiast rynkowa premia za ryzyko inwestowania kapitału w spółki tego sektora ( $R_p$ ) jest równa 7,5%. Współczynnik systematycznego ryzyka rynkowego ( $B$ ) (beta) wynosi 1,40.

$$DIV_1 = div \times EAT_{2008} = 20\% \times 75000 \text{ tys. zł} =$$

$$g = \sqrt[4]{\frac{65000}{61500} \times \frac{68000}{65000} \times \frac{71500}{68000} \times \frac{75000}{71500}} - 1 =$$

$$re = R_f + B \times R_p =$$

Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa wyliczamy modelem zdyskontowanych dywidend:

$$Ve = \frac{DIV_1}{re - g} = \text{-----} = \text{-----} = \text{-----} =$$

Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa X wynosi .....

## 6.

### Metody mnożnikowe wyceny przedsiębiorstw

Trzecią grupę metod wyceny przedsiębiorstw stanowią metody mnożnikowe. Istotą tych metod jest porównanie podobnych przedsiębiorstw, stąd istnieje zapotrzebowanie na wiarygodne informacje. Głównym źródłem informacji wykorzystywanych do wyceny przedsiębiorstw w metodach mnożnikowych jest rynek kapitałowy, na którym zawierane są transakcje giełdowe wyznaczające wartości rynkowe przedsiębiorstw. W metodach tych wykorzystuje się informacje, które są uaktualniane na bieżąco i są dostępne w formie prospektów emisyjnych oraz notowań giełdowych. Podmioty rynkowe są porównywane pod względem sytuacji finansowej, prowadzonej działalności gospodarczej oraz wyposażenia w środki trwałe. Aby przedsiębiorstwo uznać za porównywalne do wycenianego podmiotu powinno ono spełniać kilka kryteriów:

- podobieństwo w zakresie rodzaju i skali prowadzonej działalności,
- podobieństwo w zakresie sytuacji ekonomiczno-finansowej,
- zbliżony poziom nowoczesności środków trwałych,
- podobny rodzaj i cechy rynku, na którym funkcjonują przedsiębiorstwa<sup>94</sup>.

Wartość wycenianego przedsiębiorstwa w tych metodach jest ustalana na podstawie notowań odnoszących się do innych podobnych przedsiębiorstw. Obliczana wartość przedsiębiorstwa odbywa się według wzoru:

$$W = WM \times Z$$

gdzie:

$W$  = wartość przedsiębiorstwa,

$WM$  = wartość mnożnika,

$Z$  = wartość zmiennej ewidencyjnej wykorzystanej w konstrukcji mnożnika.

#### 6.1. Podstawowe mnożniki wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw

W praktyce często wykorzystuje się wskaźniki rynku kapitałowego, które umożliwiają ocenę inwestycji w papiery wartościowe oraz przedstawiają wartość przedsiębiorstw. Do najczęściej używanych wskaźników należą<sup>95</sup>:

---

<sup>94</sup> A. Jaki, *Wycena...*, *op. cit.*, s. 112.

<sup>95</sup> G. Dębniowski, H. Pałach, W. Zakrzewski, *Mikroekonomia*. Wydaw. UWM Olsztyn, Olsztyn 2001, s. 210-211.



- wskaźnik: cena rynkowa jednej akcji/zysk netto na jedną akcję (P/E). Umożliwia on porównanie różnych grup przedsiębiorstw. Jest to metoda często wykorzystywana w praktyce. Wadą jest brak możliwości jej zastosowania dla przedsiębiorstw deficytowych oraz duże zróżnicowanie zysku ze względu na przepisy księgowo,
- wskaźnik: cena/przychody (price/revenue ratio, price/sales ratio). Przedstawia on cenę rynkową jednej akcji w relacji do wielkości rocznych przychodów ze sprzedaży przypadających na 1 akcję,
- wskaźnik: dywidenda/cena, stanowiący iloraz kwoty dywidendy na jedną akcję zwykłą oraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa,
- wskaźnik: cena/wartość księgowa, przedstawiający iloraz ceny rynkowej jednej akcji przedsiębiorstwa oraz jego wartości księgowej przypadającej na jedną akcję<sup>96</sup>.

Wskaźniki do wyceny przedsiębiorstwa powinny być dobierane z uwzględnieniem następujących kryteriów:

- rodzaj prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności (dla firm usługowych zaleca się stosowanie wskaźnika: cena/przychody ze względu na niski udział kosztów zmiennych),
- sposób wykorzystania wyników wyceny,
- cel sporządzonej wyceny,
- dobór porównywalnych przedsiębiorstw,
- poziom stabilności rynku kapitałowego,
- perspektywy funkcjonowania przedsiębiorstwa,
- czas uwzględniony w analizie wyników wyceny<sup>97</sup>.

## **6.2. Sposoby przeprowadzania wyceny przedsiębiorstw z wykorzystaniem wybranych mnożników**

### **Mnożnik (P/E)**

Stosunkowo prosta i mało skomplikowana procedura przeprowadzenia wyceny z wykorzystaniem mnożnika P/E sprawia, że jest on często wykorzystywany w praktyce. Jednak mnożnik ten charakteryzuje się małą przydatnością w wyliczeniach np. wewnętrznej wartości przedsiębiorstwa. Prawidłowe wyliczenie mnożnika P/E dla przedsiębiorstwa i innych spółek jest czynnikiem decydującym o jego wykorzystaniu w praktyce wyceny przedsiębiorstw. Sposób

---

<sup>96</sup> A. Jaki, *Wycena..., op. cit.*, s. 113.

<sup>97</sup> Tamże, s. 115.

przeprowadzenia wyliczeń przy zastosowaniu mnożnika P/E dla spółek o stabilnym wzroście z uwzględnieniem modelu Gordona można przedstawić następującym wzorem:

$$P_{S_0} = \frac{DPS_1}{r_e - g_n}$$

gdzie:

$P_{S_0}$  = bieżąca wartość akcji,

$DPS_1$  = przewidywana do wypłaty wartość dywidendy na jedną akcję w kolejnym roku działania spółki,

$r_e$  = stopa kosztu kapitału własnego,

$g_n$  = przewidywana stopa wzrostu zysków i dywidend.

Zastępując wartość  $DPS_1$  iloczynem wartości bieżącej zysku na jedną akcję ( $EPS_0$ ), stopy wypłaty dywidend ( $div$ ) oraz współczynnika wzrostu zysków i dywidend ( $1+g_n$ ), otrzymuje się następujący wzór na wartość jednej akcji:

$$P_{S_0} = \frac{EPS_0 \times div \times (1 + g_n)}{r_e - g_n}$$

Dzieląc obie strony równania przez zysk na jedną akcję ( $EPS_0$ ), otrzymujemy formułę na mnożnik P/E, która może być wykorzystana do ustalania jego bieżącej wartości:

$$P/E = \frac{div(1 + g_n)}{r_e - g_n}$$

gdzie:

$div$  = stopa dywidendy

$g_n$  = przeciętna stopa wzrostu zysku i dywidend

$r_e$  = stopa kosztu kapitału własnego<sup>98</sup>.

Można wyróżnić różne czynniki, które decydują o częstym wykorzystaniu w praktyce mnożnika P/E:

- informacje o tym, ile inwestorzy są skłonni zapłacić za prawo do wartości zysków osiągniętych przez przedsiębiorstwo,
- dostępność wyliczeń tego mnożnika dla wszystkich podmiotów notowanych na giełdzie oraz prostota wyliczeń,
- informacje o mnożniku P/E można wykorzystać do oceny innych cech przedsiębiorstwa, takich jak zysk czy tempo wzrostu,

---

<sup>98</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie...*, op. cit., s. 240.

- wyższy wskaźnik P/E oznacza zainteresowanie inwestorów przedsiębiorstwem oraz pozytywną ocenę działań zarządu w zakresie realizacji strategii rozwoju,
- wzrost wskaźnika P/E jest odzwierciedleniem spadku stóp zwrotu wolnych od ryzyka i odwrotnie spadek wskaźnika P/E oznacza wzrost stóp wolnych od ryzyka,
- informacje płynące z analizy mnożnika P/E mogą być wykorzystane przez inwestorów do oceny walorów przewartościowanych oraz niedowartościowanych<sup>99</sup>.

### Mnożniki EV/EBIT oraz EV/EBITDA

Kolejnymi wskaźnikami uwzględniającymi wartość całego przedsiębiorstwa w relacji do korzyści uzyskiwanych z przedsiębiorstwa przez inwestorów z uwzględnieniem FCFF są mnożniki cenowo-dochodowe. Przy wykorzystaniu modelu zmiennego wzrostu można obliczyć wartość przedsiębiorstwa dyskontując przepływy pieniężne dla finansujących przedsiębiorstwo oraz stosując średnio ważony koszt kapitału (WACC), według wzoru:

$$EV_o = \frac{FCFF_o(1+g) \left( \frac{(1+g)^n}{1 - (1+WACC)^n} \right)}{WACC - g} + \frac{(1+g)^n (1+g_n)}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

gdzie:

WACC = średnio ważony koszt kapitału

g = średnioroczne tempo wzrostu wolnych przepływów pieniężnych

g<sub>n</sub> = stała stopa wzrostu wolnych przepływów pieniężnych

Następnie dzieląc równanie przez wartość wolnych przepływów pieniężnych otrzymujemy kolejne równanie:

$$\frac{EV}{FCFF_o} = \frac{(1+g) \left( \frac{(1+g)^n}{1 - (1+WACC)^n} \right)}{WACC - g} + \frac{(1+g)^n (1+g_n)}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

Następnie kiedy założymy, że przedsiębiorstwo osiąga stałą wartość FCFF, to z mnożnika EV/FCFF istnieje możliwość obliczenia mnożnika wartości spółki do zysku operacyjnego przed spłatą odsetek i opodatkowaniem

<sup>99</sup> Tamże, s. 238.

(EV/EBITD) oraz mnożnik wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego wraz z amortyzacją (EV/EBITDA), według formuły:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{EV}{FCFF} (1 - T)$$

Jest to wskaźnik często stosowany w praktyce, ponieważ istnieje możliwość szybkiego ustalenia wyniku wartości przedsiębiorstwa. Zasady księgowe oddziałują na poziom wskaźnika w minimalnym stopniu. Należy jednak zaznaczyć, że nie uwzględnia on różnych poziomów rentowności przedsiębiorstwa<sup>100</sup>.

Natomiast mnożnik EV/EBITDA stanowi iloraz bieżącej wartości spółki i zysku operacyjnego powiększonego o wartość amortyzacji. Wykazuje on mały wpływ zniekształceń spowodowanych naliczaniem podatku dochodowego i amortyzacji. Mnożnik umożliwia porównanie spółek zadłużonych oraz o dużej wartości majątku. Nie ma różnic wynikających z różnych sposobów finansowania<sup>101</sup>.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{EV}{EBIT + Am}$$

Mnożniki (EV/EBIT i EV/EBITDA) stosuje się najczęściej do wyceny przedsiębiorstw zadłużonych, ponieważ przedstawiają one całą wartość przedsiębiorstwa, a nie opierają się jedynie na analizie kapitału własnego. Mnożniki te często stosuje się w przypadku analizy restrukturyzacji zadłużenia oraz wdrażanej strategii dotyczącej zadłużenia<sup>102</sup>. Jednak mnożniki te napotykać na szereg czynników ograniczających ich stosowanie, do których należą:

- nie uwzględniają one różnic wynikających z różnych form finansowania np. leasingu,
- metody te nie uwzględniają rezultatów opracowanych i wdrażanych strategii rozwoju przedsiębiorstw,
- są rzadko wykorzystywane do porównań międzynarodowych z uwagi na różne sposoby wyliczania zysku,
- słabością mnożników jest brak analizy inwestycji, które mogą w znaczący sposób wpłynąć na sytuację finansową przedsiębiorstwa,

---

<sup>100</sup> Tamże, s. 245.

<sup>101</sup> M. Melich, R. Tuzimek, *Metoda porównawcza* (w:) Panfil M., Szablewski A. (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*. Poltex, Warszawa, 2006, s. 317.

<sup>102</sup> P. Szczepankowski, *Wycena...*, op. cit., s. 246.

- mnożniki te mogą wykazywać trudności w porównywaniu przedsiębiorstw ze względu na różne metody księgowe prowadzące do wyliczeń zysków operacyjnych<sup>103</sup>.

### 6.3. Wycena papierów wartościowych z zastosowaniem mnożników

Papiery wartościowe są dokumentami, na podstawie których można stwierdzić określone prawo majątkowe. Papiery wartościowe powinny stanowić samodzielny przedmiot obrotu publicznego. Do najczęściej stosowanych kryteriów podziału papierów wartościowych zalicza się: sposób przenoszenia własności (papiery na okaziciela, zlecenie imienne), rodzaj praw majątkowych (opiewające na wierzytelności, potwierdzające współwłasność majątkową, potwierdzające prawo do określonych świadczeń w przyszłości), ze względu na rodzaj dochodu (papiery o stałym i zmiennym dochodzie).

#### A. Wycena akcji

Akcja jest papierem wartościowym, który stwierdza uczestnictwo akcjonariusza w kapitale spółki akcyjnej oraz udział w zyskach (dywidendach).

Wycena akcji sprowadza się do ustalenia ich wartości celem poznania cen akcji o niskim kursie szczególnie wskazanym do kupna lub akcji przedsiębiorstw, które można sprzedać po kursie wysokim. Wycena akcji jest ostatnim elementem analizy fundamentalnej akcji, do których można zaliczyć: analizę makrootoczenia, analizę sektorową, analizę sytuacyjną spółki, analizę finansową spółki i wycenę akcji. W wycenie akcji przyjmuje się założenie, że posiada ona swoją wartość wewnętrzną nie zawsze identyczną co cena rynkowa akcji. Jeżeli wartość wewnętrzną akcji jest wyższa od ceny, to mówimy wówczas o niedowartościowaniu akcji.

Wyróżnia się trzy ceny akcji: nominalne, emisyjne i bieżące-rynkowe.

Cena nominalna akcji, która jest podana na akcji stanowi jednostkę kapitału akcyjnego i jest odpowiednikiem majątku spółki.

Cena emisyjna akcji jest wartością po jakiej oferuje się je subskrybentom, czyli pierwotnym nabywcom.

Natomiast cena bieżąca jest wartością jaką można uzyskać w danym okresie na giełdzie w przypadku sprzedaży<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> Tamże, s. 247.

<sup>104</sup> G. Dębniowski, H. Pałach, W. Zakrzewski, *Mikroekonomia*. Wydawnictwo UWM w Olsztynie, Olsztyn 2001, s. 198.

Do określenia wartości akcji w dłuższych okresach czasu można stosować następujący wzór<sup>105</sup>:

$$V_a = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

$$V_a = \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

gdzie:

$V_a$  = wartość akcji

$D_t$  = dywidenda oczekiwana w okresie  $t$

$k$  = pożądana stała stopa zwrotu

Wyróżnia się następujące modele kształtowania się dywidend w przyszłości:

1. Model stałej wartości dywidendy – ma miejsce w przypadku wypłaty stałej dywidendy w nieokreślonym czasie:

$$V_a = D/r$$

gdzie:

$D$  = wartość dywidendy,

$r$  = stopa zwrotu.

2. Model Gordona-Shapiro, w którym zakłada się stałe tempo wzrostu dywidend równe  $g$ , przy czym  $r > g$ :

$$V_a = D(1+g)/(r-g)$$

3. Model dwu faz – zmiennego wzrostu dywidendy, w którym przyjmuje się, że dywidenda rośnie w tempie  $g_1$  przez  $n$  lat, a następnie tempo wzrostu dywidendy maleje  $g_2$  ( $g_2 < g_1$ ).

## B. Wycena obligacji

Obligacja jest papierem wartościowym, w którym emitent jest dłużnikiem wobec wierzyciela i zapłaci kwotę pieniężną wraz z ustalonym, oprocentowaniem określonym w obligacji. Do emisji obligacji są upoważnione jednostki administracji państwowej w tym szczególnie: Skarb Państwa, banki,

---

<sup>105</sup> R. Gasza, S. Kalinowski, J. Mizerka, A. Skowroński, *Finanse przedsiębiorstwa w przykładach i zadaniach*. Wydawnictwo AKADEMIA, Poznań 1997, s. 23.

organizacje społeczne i inne<sup>106</sup>. Wyróżnia się następujące rodzaje obligacji w zależności od emitentów np. państwowe, instytucji finansowych, organów samorządowych i innych przedsiębiorstw. Natomiast ze względu na sposób oprocentowania wyróżniamy obligacje o stałym oprocentowaniu, o zmiennym oprocentowaniu, indeksowe i obligacje o kuponie zerowym. Na rynkową wartość obligacji mają wpływ: nominalna wartość obligacji, oprocentowanie, termin wykupu oraz rynkowa stopa dyskontowa. Rynkową wartość obligacji można obliczyć według wzoru<sup>107</sup>:

$$V_o = \frac{I_1}{(1+k)} + \frac{I_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+k)^n} + \frac{N}{(1+k)^n}$$

gdzie:

$V_o$  = obecna rynkowa wartość obligacji,

$N$  = liczba lat w okresie do wykupu obligacji,

$I$  = gotówka płatna raz do roku z tytułu oprocentowania obligacji,

$N$  = wartość nominalna obligacji (cena wykupu obligacji),

$k$  = rynkowa stała stopa dyskontowa.

#### 6.4. Pytania i zadania

1. Wymień cechy metod mnożnikowych.
2. Scharakteryzuj wskaźniki rynku kapitałowego.
3. Wymień i scharakteryzuj rodzaje wskaźników wykorzystywanych w formie mnożników.
4. Podaj różnice między akcją i obligacją.

#### Zadanie 1

Oblicz mnożnik P/E wykorzystując do tego celu wzór przedstawiony powyżej. Stopa wypłaty dywidend w 2021 roku dla przedsiębiorstwa X S.A. wynosiła 20%. Natomiast przewidywana stopa wzrostu zysków i dywidend ukształtowała się na poziomie 3%. Stopa kosztu kapitału własnego kształtowała się w okresie na poziomie 12,51%.

.....  
 .....  
 .....

<sup>106</sup> G. Dębniwski, H. Pałach, W. Zakrzewski, *Mikroekonomia...*, op. cit., s. 201.

<sup>107</sup> R. Gasza, S. Kalinowski, J. Mizerka, A. Skowroński, 1997. *Finanse przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 21.

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

**Zadanie 2**

Oblicz mnożnik EV/EBIT jeżeli założymy, że stopa podatku dochodowego w ostatnim roku kształtowała się na poziomie 21%, wykorzystując formułę przedstawioną w punkcie 6.2. Wartość wolnych przepływów pieniężnych wynosiła 5 mln złotych, a zysk operacyjny 7 mln zł. Średnio ważony koszt kapitału wynosi 15,7%. W zadaniu założono średni wzrost wolnych przepływów pieniężnych na poziomie 3% w ciągu najbliższych 5 lat, a następnie stałej stopy wzrostowej na poziomie 2%.

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

Jaka jest wartość akcji, kiedy zakładamy, że dywidenda pozostaje na stałym poziomie i w początkowym okresie akcja przyniosła 1 mln zł dywidend, a pożądana stopa zwrotu wynosi 20%.

.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....





## 7.

### Mieszane metody wyceny przedsiębiorstw

Czwartą grupę metod wyceny przedsiębiorstw stanowią metody mieszane. Charakteryzują się one dużym zróżnicowaniem, ponieważ uwzględniają zarówno elementy wyceny majątkowej, jak i dochodowej. Metody mieszane opierają się na założeniu, że na wartość przedsiębiorstwa wpływa zarówno majątek przedsiębiorstwa, jak i przynoszone przez przedsiębiorstwo dochody. W wyborze odpowiedniej mieszanej metody wyceny przedsiębiorstw pomagają dobrze określone cele wyceny, rodzaj przedsiębiorstwa oraz zbadana sytuacja ekonomiczna przedsiębiorstwa<sup>108</sup>.

W omawianym zbiorze metod można wyróżnić:

- a) metody oparte na sumie (szacowanej w różny sposób) wartości majątkowej oraz wartości goodwill (reputacji) przedsiębiorstwa, oraz
- b) metody oparte na uśrednieniu wyników wyceny majątkowej oraz dochodowej przedsiębiorstwa.

Do metod pierwszej grupy zaliczyć można metodę berlińską (niemiecką) oraz metodę szwajcarską. Natomiast do grupy drugiej należą między innymi metody: stuttgarcka, anglosaska oraz klasyczna. Podstawowe formuły tych metod są następujące:

#### 7.1. Metoda berlińska

Wartość przedsiębiorstwa w tej metodzie wylicza się jako średnią arytmetyczną z wartości majątkowej i dochodowej. Była ona stosowana w Niemczech. Jest przeznaczona do wyceny przedsiębiorstw, w których wartość dochodowa przewyższa wartość majątkową. Ma ona jednak wady, które mogą doprowadzić do błędów wyceny, w tym szczególnie do przeszacowań w przedsiębiorstwach o dużej wartości majątku, ale niskiej rentowności. Wówczas należy podjąć decyzję o racjonalizacji procesu zarządzania majątkiem i likwidacji zbędnych jego składników. W przypadku przedsiębiorstw o małym majątku lecz o dużej rentowności mogą wystąpić niedoszacowania<sup>109</sup>. Wartość przedsiębiorstwa w oszacowanej metodzie oblicza się według wzoru:

---

<sup>108</sup> M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 1992, s. 43.

<sup>109</sup> M. Panfil, *Wprowadzenie do...*, *op. cit.*, s. 46.

$$WP = \frac{Wm + Wd}{2}$$

gdzie:

$Wm$  = wartość majątkowa,

$Wd$  = wartość dochodowa.

## 7.2. Metoda szwajcarska

Jest podejściem bardzo zbliżonym do metody berlińskiej, jednak likwiduje wszelkie niedoszacowania w wycenie przedsiębiorstw. Stosuje się ją powszechnie w Szwajcarii do celów wyceny papierów w obrocie pozagiełdowym. Istotą metody szwajcarskiej jest większa preferencja dla podejścia dochodowego. Metoda ta podkreśla wartość reputacji (goodwill) oraz jest często stosowana ze względu na jej łatwość wyliczeń<sup>110</sup>. Wzór metody jest następujący:

$$WP = \frac{Wm + 2Wd}{3}$$

gdzie:

$Wm$  = wartość majątkowa,

$Wd$  = wartość dochodowa.

## 7.3. Metoda stuttgarcka

Formuła tej metody pozwala na uwzględnienie w wycenie wartości majątkowej, dochodowej oraz stopy dyskontowej. Wartość reputacji stanowi w tym przypadku „nadwyżkę reputacyjną” wartości przedsiębiorstwa, stąd we wzorze pojawia się liczba 5. Jest opisywana za pomocą następującego wzoru:

$$W = Wm + \frac{5k}{1 + 5k} (Wd - Wm)$$

gdzie:

$k$  = oczekiwana stopa zwrotu (koszt kapitału) po opodatkowaniu,

$Wm$  = wartość majątkowa,

$Wd$  = wartość dochodowa.

---

<sup>110</sup> Tamże., s. 47.

#### 7.4. Metoda anglosaska (UEC)

Jest metodą zbliżoną do metody stuttgarckiej. Pozwala ona na uwzględnienie długości okresu ponadprzeciętnych zysków. Przyjmuje ona długi okres 3-8 lat do obliczenia renty od wartości reputacji przedsiębiorstwa<sup>111</sup>.

$$Wp = Wm + 1 - \left( \left( \frac{1}{1+k} \right)^n \right) (Wd - Wm)$$

gdzie:

$Wm$  = wartość majątkowa,

$Wd$  = wartość dochodowa,

$k$  = ocena stopy zwrotu (koszt kapitału) po opodatkowaniu.

#### 7.5. Metoda klasyczna

Uwzględnia, podobnie jak metoda 7.3 i 7.4 zarówno wartość aktywów, jak i wartość reputacji (goodwill). Wartość goodwill w tej metodzie oblicza się według wzoru<sup>112</sup>.

$$V = A + (n B)$$

gdzie:

$V$  = wartość goodwill,

$A$  = aktywa netto,

$B$  = zysk netto,

$n$  = zmienna o wartości kształtującej się w przedziale 1,5-3.

Jak łatwo zauważyć różnice, pomiędzy trzema ostatnio omawianymi metodami, interpretującymi wartość przedsiębiorstwa jako sumę wartości majątkowej oraz goodwillu, sprowadzają się do odmiennego sposobu obliczania wartości goodwillu.

Pod pojęciem goodwillu należy rozumieć ogół czynników niematerialnych kształtujących wartość przedsiębiorstwa<sup>113</sup>. Na tak rozumiany goodwill przedsiębiorstwa składają się między innymi:

- pozycja przedsiębiorstwa na rynku rozumiana jako udział przedsiębiorstwa w całkowitej sprzedaży danego dobra lub usługi na określonym rynku w określonym czasie,

---

<sup>111</sup> Tamże., s. 47.

<sup>112</sup> Melich M., 2007. *Nowoczesne metody...*, op. cit., s. 147.

<sup>113</sup> E. Kucharska-Stasiak (red.), *Leksykon rzeczoznawcy majątkowego*, Polska Fundacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 1998, s. 86.





## 8.

### Wycena wartości niematerialnych i prawnych

Wartości niematerialne i prawne są różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Najczęściej pod tym pojęciem rozumie się prawa, relacje między pracownikami, wartości intelektualne i inne na przykład goodwill<sup>114</sup>. Ustawa o rachunkowości definiuje wartości niematerialne i prawne jako prawa majątkowe przedsiębiorstw nadające się do gospodarczego wykorzystania<sup>115</sup>. „Wartości niematerialne i prawne są to zakupione przez daną jednostkę prawa majątkowe przeznaczone do wykorzystania zgodnie z potrzebami danej jednostki, których okres użytkowania będzie dłuższy niż 12 miesięcy. Ponieważ zaliczane są one do aktywów trwałych, to w sprawozdaniu finansowym należy je ująć, gdy spełnione są dwa następujące warunki: istnieje duże prawdopodobieństwo, że w przyszłości będzie możliwość osiągnięcia z nich korzyści majątkowych, jest możliwość wiarygodnej ich wyceny”<sup>116</sup>. Nieco inną klasyfikację wartości niematerialnych i prawnych przedstawiają Panfil i Szablewski. Autorzy dzielą je na: marketingowe, technologiczne, klienckie, prawne i artystyczne<sup>117</sup>. Cechą wartości niematerialnych i prawnych jest trudność ich wyceny i ujęcia w sprawozdaniach bilansowych. Charakteryzują się one pewnym stopniem niepowtarzalności, wyróżniają się ograniczonym występowaniem oraz krótkim okresem przydatności. Stanowią w wielu przypadkach często cechy wyróżniające przedsiębiorstwo na rynku oraz wymagają dużej ochrony.

Przesłankami wyceny wartości niematerialnych i prawnych mogą być transakcje kapitałowe, podział majątku pomiędzy udziałowcami, roszczenia przed sądem i inne. W ocenie wartości niematerialnych i prawnych w tym szczególnie marki ważny jest jej wiek<sup>118</sup>. Im przedsiębiorstwo istnieje dłużej na

---

<sup>114</sup> G.V. Smith, R.L. Parr, *Valuation of Intellectual Property nad Intangible Assets*, Second Edition, New York 1994.

<sup>115</sup> Ustawa z 29.09. 1994 roku o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. nr 76, poz. 694).

<sup>116</sup> [http://mfiles.ue.krakow.pl/pl/index.php/Warto%C5%9Bci\\_niematerialne\\_i\\_prawne](http://mfiles.ue.krakow.pl/pl/index.php/Warto%C5%9Bci_niematerialne_i_prawne).

<sup>117</sup> M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny...*, *op. cit.*, s. 216.

<sup>118</sup> „**Marka**, inaczej **znak fabryczny**, **znak firmowy** (ang. *brand*, *trade mark*) — znak określający producenta: nazwa lub symbol graficzny umieszczany na wyrobach w celu ochrony przed naśladownictwem lub podrabianiem, podszywaniem się, przypisywaniem sobie autorstwa. Traktowana jest jako rodzaj świadectwa: producent nie wstydy się swego wyrobu, „podpisując” go, gwarantuje jego jakość. Stąd „marka” jest synonimem opinii.

rynku tym jest lepiej postrzegane. Podkreśla się duże znaczenie związków z innymi również znanymi markami. Ma to przełożenie na sprzedaż produktów przedsiębiorstwa, które są lepiej postrzegane wtedy gdy znak rynkowy jest znany. Marka jest również znana lepiej gdy przedsiębiorstwo charakteryzuje się dużymi rozmiarami prowadzonej działalności gospodarczej, opanowało rynki nie tylko krajowe, ale i zagraniczne. Również potencjalni inwestorzy częściej są zainteresowani przedsiębiorstwami posiadającymi znane marki, które oferują produkty preferowane na rynku. Na wartość rynkową przedsiębiorstwa ma wpływ również wiedza pracowników odpowiedzialnych za organizację firmy i marketing. Dlatego polska ustawa o rachunkowości zalicza wartości firmy do wartości niematerialnych i prawnych<sup>119</sup>. W ustawie tej wartości firmy zdefiniowano w art. 33 jako różnicę pomiędzy ceną nabycia określonego przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części (np. wydziału zamiejscowego) oraz niższej od niej wartości godziwej przyjętych w wyniku transakcji składników majątkowych przedsiębiorstwa, czyli wartości aktywów netto. Inaczej mówiąc, wartość firmy, jako element składowy wartości niematerialnych i prawnych traktowana być może jako wartość księgowa goodwillu czyli reputacji przedsiębiorstwa.

### 8.1. Metody kosztowe

Opierają się one na działaniach mających na celu ocenę kosztów wytworzenia oraz nakładów na marketing. Można tu wyróżnić metodę kosztów historycznych oraz kosztów odtworzenia. Pierwsza z nich nie uwzględnia zmian wartości pieniądza w czasie i dlatego stosuje się ją w przedsiębiorstwach, które zakupiły pewne wartości. Metoda kosztów historycznych nie ma zastosowania do wyceny wartości niematerialnych i prawnych typu złożone wartości niematerialne i prawne. Metoda ta opiera się na rozgraniczeniu wydatków poniesionych na inwestycje służące wzmocnieniu pozytywnego wizerunku dobra, a nakładami przeznaczonymi na utrzymanie wartości dobra na rynku. Wadą metody jest częsty brak informacji odnośnie kosztów dotyczących istniejących już dóbr, co przeszkadza w dokonaniu porównań.

---

W gospodarce rynkowej marka ma swoją cenę. „Dobra marka” jest podstawą sukcesu biznesowego. Przeciwnością wyrobów markowych są wyroby bezmarkowe (*ang. no-name*), uważane (choć nie musi to być regułą) za tandetę”.

<sup>119</sup> Ustawa z 29.09. 1994 roku o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. nr 76, poz. 694).



Druga metoda opiera się na kosztach teraźniejszych. Stąd częściej stosuje się ją np. do wyceny marki. Można w niej wyróżnić koszty zastąpienia, na które składają się:

- koszty bezpośrednie związane z wymianą np. logo firmy,
- koszty poniesione na marketing w celu zapoznania klienta z nowymi znakami przedsiębiorstwa,
- koszty, które są wynikiem spadku dochodów związanych z przeprowadzanymi zmianami<sup>120</sup>.

„Podejście kosztowe opiera się na ekonomicznej zasadzie zastąpienia, według której inwestor nie zapłaci za inwestycję więcej niż wynosi koszt jej realizacji (na przykład kupno lub utworzenie) o identycznym poziomie korzyści, który może być mierzony np. poziomem funkcjonalności, użyteczności itp. Podejście rynkowe opiera się na ekonomicznej zasadzie, która stwierdza, że na wolnym i nierestrykcyjnym rynku, czynniki podaży i popytu doprowadzą cenę inwestycji do stanu równowagi”<sup>121</sup>.

Metody kosztowe mają niewielkie zastosowanie ze względu na unikalność przedmiotu wyceny oraz brak możliwości oszacowania kosztów ponoszonych na inwestycje w wartości niematerialne i prawne.

## 8.2. Metody dochodowe

Opierają się na założeniu i obliczeniu jaką wartość przyszłych zdyskontowanych dochodów mogą przynieść w przyszłości wartości niematerialne i prawne. Stąd często ocenia się wartość wkładu marki lub zdyskontowanych zysków. Do oszacowania dochodów jakie są wynikiem występowania w przedsiębiorstwie know-how można posłużyć się metodą dyskontowania strumieni pieniężnych<sup>122</sup>. W rzeczywistości gospodarczej wycena know-how ma często charakter indywidualny oraz w wielu przypadkach nie docenia się wartości niematerialnych i ich zdolności do generowania dochodów. Metody te są określane mianem metod zdyskontowanego dochodu ekonomicznego<sup>123</sup>. Dochód na potrzeby wyceny najczęściej definiuje się jako: dywidendę, przepływy

<sup>120</sup> A. Tokaj-Krzewska, *Wycena wartości niematerialnych i prawnych* (w:) A. Szablewski, R. Tuzimek (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex, Warszawa, s. 280.

<sup>121</sup> D. Zarzecki, *Metody wyceny wartości niematerialnych i prawnych* <http://www.e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=404&part=2>

<sup>122</sup> T. Janusz, D. Stos, *Wybrane aspekty bilansowego ujęcia aktywów i pasywów* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*. Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2002, s. 343-357.

<sup>123</sup> D. Zarzecki, *Metody op. cit.*, <http://www.e-rachunkowosc.pl/artukul.php?view=404&part=2>

pieniężne i zyski księgowe. Pośredni model wyceny wartości niematerialnych i prawnych obejmuje następujące etapy:

- wycena aktywów przedsiębiorstwa,
- wycena rzeczowego majątku trwałego i obrotowego,
- wycena wartości niematerialnych i prawnych jako różnicy pomiędzy wartością aktywów i majątku trwałego i obrotowego,
- przypisanie otrzymanej wartości do indywidualnych i złożonych wartości niematerialnych i prawnych<sup>124</sup>.

Natomiast model bezpośredni polega na ocenie przyszłych korzyści z posiadania prawa własności lub użytkowania wartości niematerialnych i prawnych. Wadą tego modelu są trudności w dokładnej ocenie pożytków płynących z posiadania danej wartości niematerialnej i prawnej, ponieważ korzyści są często wynikiem oddziaływania wielu czynników w tym samym czasie<sup>125</sup>.

Wartości niematerialne i prawne mogą być wyceniane za pomocą metody zdyskontowanych zysków, wartości wkładu marki oraz metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Procedury przeprowadzania wyceny wartości niematerialnych i prawnych z zastosowaniem metod zdyskontowanych zysków oraz zdyskontowanych przepływów pieniężnych przebiegają tak jak ma to miejsce w przypadku wyceny majątku przedsiębiorstwa. Spośród trzech wspomnianych powyżej metod zdecydowanego komentarza wymaga metoda wkładu wartości marki, opierająca się na identyfikacji i ocenie jej wpływu na zysk. Przeprowadzenie wyceny w sposób prawidłowy wymaga wydzielenia wycenianych wartości spośród innych wartości niematerialnych i prawnych<sup>126</sup>.

### 8.3. Metody rynkowe

Opierają się na obserwacji cen istniejących na rynku za podobne wartości niematerialne i prawne. Z roku na rok można zaobserwować zwiększającą się liczbę transakcji kupna-sprzedaży wartości niematerialnych i prawnych. W przypadku likwidacji przedsiębiorstwa następuje oddzielna sprzedaż jego majątku i marki lub znaku. Procedura rynkowych metod wyceny aktywów niematerialnych składa się z następujących kroków:

---

<sup>124</sup> A. Podrzywałow, *Wartości niematerialne i prawne* (w:) M. Panfil, A. Szablewski (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*, Poltex, Warszawa 2006, s. 211-240.

<sup>125</sup> Tamże, s. 227.

<sup>126</sup> A. Tokaj-Krzewska, *Wycena wartości...*, *op. cit.*, s. 280.

- „ocena rynków i przeprowadzanych na nich transakcji kupna-sprzedaży,
- sprawdzenie zebranych informacji pod wieloma aspektami m.in. wiarygodności i przydatności,
- zastosowanie odpowiednich mnożników np. zysk w zł na jednostkę porównawczą i wykonanie analizy porównawczej dla każdej z jednostek,
- porównanie zebranych transakcji na podobnych aktywach niematerialnych z pozycją aktywów niematerialnych będącą przedmiotem wyceny wykorzystując odpowiednie jednostki porównawcze i korygując ceny kupna/sprzedaży do konkretnych warunków,
- sprowadzenie poszczególnych indyktorów wartości uzyskanych za pomocą analizy transakcji porównywalnych do jednego szacunku wartości lub przedziału wartości. Na rynkach niedoskonałych, "płytkich", z małą liczbą transakcji, przedział wartości jest zwykle lepszym zwieńczeniem wyceny niż oszacowanie wyrażone w postaci jednej liczby”<sup>127</sup>.

W podejściu rynkowym do wyceny wartości niematerialnych i prawnych wyróżnia się następujące metody szczegółowe:

- metoda standardów branżowych, która wymaga dostępu do informacji o transakcjach rynkowych zawieranych w podobnych warunkach, rynkach i przedmiotach wyceny. Informacje te mogą być zawarte w ofertach listowych, opracowaniach branżowych, odpisy spraw sądowych i innych. Należy dokonać porównania transakcji pod względem przedmiotu wyceny, sposobu płatności i innych parametrów oraz dokonać ich aktualizacji i korekty przyjmując za kryterium zmianę wartości pieniądza. Nie wszystkie transakcje mogą być jednak porównywalne, co stanowi poważną przeszkodę wyceny;
- metoda rankingowa opiera się o ranking punktowy wykorzystując określoną skalę punktową, np. skala punktowa, średnia ważona, wagi i inne, która powinna być ustalona przez niezależnych ekspertów. W metodzie tej istnieją problemy z opracowaniem i znalezieniem podobnych wartości niematerialnych i prawnych poddawanych ocenie. Jest to metoda subiektywna, a jej uszczegółowienie polega na znalezieniu i opracowaniu właściwego systemu mieszanki punktowej<sup>128</sup>;
- metoda praktykowanych reguł w praktyce przyjmuje się pięciokrotność zysku netto z ostatnich trzech lat do wyliczenia wartości kapitału własnego

---

<sup>127</sup> Zarzecki D. *Metody wyceny wartości...*, *op. cit.*

<sup>128</sup> A. Podrzywałow, *Wartości niematerialne...*, *op. cit.*, s 211-240.

w spółkach kapitałowych, a w przedsiębiorstwach prywatnych trzykrotność<sup>129</sup>.

#### 8.4. Metody mieszane

Polegają na ocenie wartości goodwill będącą różnicą między wartością przedsiębiorstwa a wartością wynikającą z zsumowanych składników (niematerialnych, rzeczowych i wartości marki). Następuje wówczas proces porównania wartości danego przedsiębiorstwa z wycenianymi aktywami. Za pomocą porównań rynkowych można dokonać pomiaru wartości marki. Wycenę przeprowadza się wówczas na podstawie informacji o kupnie-sprzedaży podobnych marek lub przedsiębiorstw. Dokonanie tej wyceny i poznanie wartości marki będzie często służyło jako porównanie do wyceny innych ale podobnych marek<sup>130</sup>. Metoda ta napotyka na praktyczne problemy z jej zastosowaniem z uwagi na niewielką liczbę transakcji kupna-sprzedaży marek. Informacje dotyczące cen marek należą do rzadko spotykanych na rynku.

„Inną możliwością jest zastosowanie wskaźnika cena/zysk, która polega na porównaniu wysokości aktualnych opłat za zbliżone do wycenianych wartości niematerialne i prawne a następnie oszacowanie wartości konkretnego dobra”<sup>131</sup>.

#### **Wycena wartości niematerialnych i prawnych odbywa się dla następujących potrzeb:**

- zabezpieczenia transakcji, np. ustalenie wartości likwidacyjnej w krótkim czasie,
- ustalenie warunków użytkowania licencji będących zbiorem argumentów negocjacyjnych,
- przejęcie, aportu wartości niematerialnych i prawnych oraz ocena kosztów i korzyści w kolejnych okresach użytkowania,
- wartości podatku dochodowego od wartości godziwej opierającej się na przepisach prawnych,

---

<sup>129</sup> R. Razgaitis, *Dealmaking using Real options and Monte Carlo analysis*, John Wiley&Sons, New York 2003, s. 26.

<sup>130</sup> P. Szczepankowski, *Wycena...*, *op. cit.*, s. 327.

<sup>131</sup> A. Tokaj-Krzewka, *Wycena wartości niematerialnych i prawnych* (w:) Szablewski A., Tuzimek R. (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex, Warszawa 2005, s. 275-301.

- spraw spornych rozstrzyganych przed sądem, jak np. przejęcie praw autorskich i roszczeń za naruszenie tych praw<sup>132</sup>.

### **8.5. Pytania**

1. Co to są wartości niematerialne i prawne?
2. Podaj różnice między metodami wyceny wartości niematerialnych i prawnych.
3. Omów sytuacje skutkujące koniecznością dokonywania wyceny wartości niematerialnych i prawnych.

---

<sup>132</sup> A. Podrzywałow, *Wartości niematerialne...*, op. cit., s. 211-240.

## 9.

### Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest złożonym procesem opracowania strategii wraz z celami oraz planami operacyjnymi. Ustalenie celów powinno opierać się na ich mierzalności, hierarchii oraz możliwości realizacji. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa polega na maksymalizacji jego wartości nie tylko księgowej wynikającej z bilansu, ale i rynkowej. Podniesienie wartości przedsiębiorstwa niesie dla firmy szereg korzyści. Przedsiębiorstwa posiadające wysoką wartość rynkową, są znane na rynku, oferują produkty wysokiej jakości, cieszą się większym zainteresowaniem inwestorów w przypadku ich sprzedaży, integracji lub tworzenia aliansów i fuzji. Daje to współpracującym firmom (zarówno przejmowanym jak i przejmującym) większą siłę negocjacyjną i możliwości zawarcia bardziej korzystnego porozumienia. Firmy charakteryzujące się wysoką wartością księgową i rynkową mają większe szanse na uzyskanie finansowania zewnętrznego, ponieważ większość instytucji finansowych udziela kredytów i pożyczek na zasadach hipoteki. Wszelkie działania mające na celu usprawnienie procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa są uzależnione od właścicieli przedsiębiorstw i menadżerów, którzy dysponując odpowiednimi narzędziami mogą skutecznie rozwijać przedsiębiorstwa i powiększać jego wartość lub odwrotnie<sup>133</sup>. Uwzględnia ono również realizację zamiarów właścicieli dotyczących przyszłych przychodów pieniężnych i zwrotu zainwestowanego kapitału<sup>134</sup>.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa wiąże się ściśle z procesem kształtowania wartości marki na rynku. Marki silne dają większą przewagę przedsiębiorstwu na rynku. Zarządzanie marką dotyczy zarówno całego przedsiębiorstwa, jak i produktów.

Zarządzanie przedsiębiorstwem w celu podnoszenia jego wartości powinno uwzględniać możliwości występowania niedoszacowania spółki,

---

<sup>133</sup> P. Śliwiński, *Sprawność działania pionu sprzedaży a wartość przedsiębiorstwa-kilka refleksji praktyka zarządzania*. (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź 2003, s. 431.

<sup>134</sup> A. Herman, *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 20.

poprawę wykorzystania zasobów, osiąganie równocześnie celów długoterminowych i krótkoterminowych oraz wzrost inwestycji<sup>135</sup>.

Zagadnienie zarządzania wartością przedsiębiorstwa nabiera szczególnego znaczenia przy okazji zmiany formy organizacyjno-prawnej przedsiębiorstw. Chodzi tu przede wszystkim o zmianę spółki z o.o. w spółkę akcyjną. Współcześni akcjonariusze wymagają od emitujących akcje przedsiębiorstw przedstawienia ich wartości rynkowej i księgowej jak również ujawnienia podstawowych wskaźników finansowych. W rzeczywistości gospodarczej wiele firm stosowało nielegalne praktyki polegające na sztucznym zawyżaniu ich wartości i wyników finansowych, żeby zyskać większe zainteresowanie przyszłych akcjonariuszy. Istnieje więc konieczność odpowiedzi na pytanie, jakie działania należy podjąć na rynku, aby budować wartość firmy. Wśród nich za najważniejsze uznaje się szeroko rozumiane inwestycje w majątek trwały i obrotowy. Mogą one przyczynić się do wzrostu wartości sprzedaży, poprawy jakości produktów oraz zwiększenia wartości przedsiębiorstw. W procesie podnoszenia wartości właściciele przedsiębiorstw muszą poszukiwać tanich źródeł finansowania inwestycji. Przedsiębiorcy doprowadzający do rozwoju i podnoszący wartość przedsiębiorstwa muszą brać pod uwagę przyszłe zyski i okres zwrotu poniesionych nakładów inwestycyjnych. Czynniki wzrostu wartości przedsiębiorstwa zależą od ogólnej sytuacji panującej na rynku oraz od kondycji finansowej w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. Zarządzanie wartością jest więc złożonym procesem uwzględniającym czynniki wewnętrzne i zewnętrzne oraz cele przedsiębiorstwa, konsumentów, finansów i możliwości organizacji do dostosowania się do zmieniających warunków otoczenia. Realizacja celów strategicznych w zakresie zarządzania wartością przedsiębiorstwa powinna uwzględniać jakość produktów dla klienta i osiągnięcie jego zadowolenia. Rentowni klienci poprzez większe zakupy będą poprawiać wyniki finansowe przedsiębiorstw. Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa wiąże się z unowocześnianiem organizacji i usprawnieniem procesów oraz wykorzystaniem nowoczesnych metod zarządzania.

---

<sup>135</sup> J. Bielinski, *Wartość firmy a sektorowa atrakcyjność alokacji kapitałowej* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 51.

## 9.1. Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem z wykorzystaniem Balanced Scorecard

Jest to metoda podnoszenia wartości przedsiębiorstwa poprzez budowanie kart wyników uwzględniających procesy, działania i poszczególne skutki. Pracownicy są odpowiedzialni za realizację ściśle określonych celów. Opiera się na założeniu, że dobrze zarządzana firma tworzy wartość, która jest wynikiem pracy ludzi, oferowania wysokiej jakości produktów i wypracowania zysków. Balanced Scorecard jest instrumentem zarządzania strategicznego, który umożliwia realizację strategii przedsiębiorstwa z wykorzystaniem możliwości pomiaru. Jest to strategia działania uwzględniająca monitorowanie efektywności i przewidywania wyników finansowych. Następuje tutaj proces synchronizacji celów strategicznych z operacyjnymi i zadaniami pracowników. Realizacja celów będzie możliwa dzięki stworzeniu odpowiedniego systemu motywacyjnego zachęcającego pracowników do zaangażowania w działania przedsiębiorstwa. Balanced Scorecard uwzględnia zbiór strategicznych celów, które są pomocne w procesie udoskonalenia procesu zarządzania.

Za twórców tej metody uznaje się Roberta Kaplana i Davida Northona, którzy jej założenia opublikowali w "The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action". Metoda ta koncentruje się na przyszłych celach i ich osiągnięciu, aby zaplanować wzrost przedsiębiorstwa. Dlatego opiera się ona na miernikach zebranych w karcie, które umożliwiają realizację strategii<sup>136</sup>.

Według twórców tej metody jej zastosowanie przebiega w następujących etapach:

- ustalenie możliwych do zrealizowania celów,
- identyfikacja strategicznych inicjatyw,
- identyfikacja kluczowych inicjatyw dla całej firmy,
- powiązanie procesu alokacji zasobów ze strategią.

Metoda ta zawiera mierniki finansowe uwzględniające wyniki działań realizowanych w przeszłości oraz mierniki, które mogą kształtować przyszłe efekty finansowe<sup>137</sup>.

Opracowanie wizji i strategii przedsiębiorstwa jest możliwe dzięki kompleksowej analizie czynników kształtujących wizerunek przedsiębiorstwa i wyobrażenie u konsumentów. Ponadto omawiana metoda uwzględnia proces

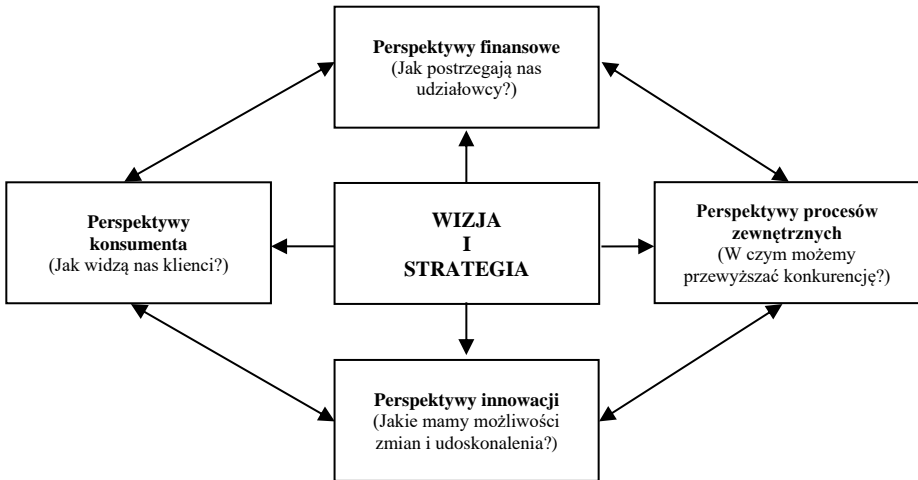
---

<sup>136</sup> M. Torbacka, W. Torbacki, *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem logistycznym przy pomocy Balanced Scorecard*, Logistyka 2, Warszawa 2007.

<sup>137</sup> G.K. Świdorska, *Nowoczesna rachunkowość zarządcza jako źródło informacji do zarządzania wartością przedsiębiorstwa* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa 2006, s. 147.



analizy perspektyw zewnętrznych, w tym czynników kształtujących przewagę nad konkurencją. Nie bez znaczenia jest analiza czynników, która zachęca udziałowców do opracowania innowacji produktowych i technologicznych.



Rys 3. Metoda Balance Scorecard

Źródło: Opracowania własne na podstawie Robert S. Kaplan, Dawid P. Norton. 2001. Strategiczna karta wyników Jak przełożyć strategię na działanie. Tłumaczenie: Krzysztof Pniewski, Alicja Jaruga, Mariusz Polakowski, Przemysław Kabalski. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 267.

## 9.2. Zarządzanie wartością dla klienta

W procesie kształtowania wartości przedsiębiorstwa na rynku jej końcowym odbiorcą jest klient. W związku z tym przedsiębiorstwa dążą do poznania czynników, które wpływają na lepsze zaspokojenie potrzeb klienta. Właściciele firm dążą do poznania preferencji konsumenta i przedstawienie takiej oferty rynkowej, która będzie dobrze postrzegana przez nabywców.

W literaturze przedmiotu przedstawia się szereg sposobów mierzenia wartości dla klienta. Niektóre z tych sposobów można wyrazić przy wykorzystaniu następującego wzoru<sup>138</sup>:

<sup>138</sup> K. Kapa-Klejna, *Wartość dla klienta jako podstawa tworzenia wartości przedsiębiorstwa* (w:) J. Duraj (red.) *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum sp. z.o.o., Płock-Łódź 2002, s. 79-95.

$$\text{Wartość dla klienta} = \text{wskaźnik jakości} \times \text{waga wskaźnika jakości} \times \text{wskaźnik ceny} \times \text{waga wskaźnika ceny}$$

Wskaźnik ten uwzględnia dwa główne czynniki brane pod uwagę przez konsumenta, mianowicie jakość i cenę. Poznanie wartości dla klienta i czynników ją determinujących ma znaczenie w tworzeniu przewagi konkurencyjnej. Obecnie to nabywcy i konsumenci są najważniejszym aktywnym przedsiębiorstwa, a więc istnieje potrzeba przeprowadzania inwestycji w tym zakresie oraz usprawnienia procesu zarządzania. Dzieje się tak dlatego, że rosnąca konkurencja o nabywców wymusza na przedsiębiorstwach poszukiwanie informacji opartej na nowoczesnych technologiach<sup>139</sup>.

Inną koncepcję zarządzania wartością firmy stanowi Value Based Management. Istota tej strategii sprowadza się do kształtowania wartości przedsiębiorstwa i budowania przewagi konkurencyjnej na rynku. Jej głównym zadaniem jest konieczność dostarczenia wartości klientowi jako głównego czynnika kształtującego wartość firmy. Zarządzanie przez wartość dla klienta jest procesem, w którym wyróżnia się kilka etapów (rys. 4). Celem tej metody jest maksymalizacja wartości dla klienta, co prowadzi do zwiększenia wartości firmy dla akcjonariuszy. Wymagane jest w tej metodzie zdefiniowanie wartości dla klienta<sup>140</sup>. Metoda ta wykazuje pewne związki ze wzrostem konkurencyjności przedsiębiorstwa, ponieważ uwzględnia poprawę konkurencyjności na poziomie mikroekonomicznym, kładzie nacisk na strategię i podkreśla jej rolę w procesie zarządzania wartością oraz wskazuje na duże znaczenie informacji dotyczącej rynku kapitałowego i zachęca do działań prowadzących do wzrostu wartości<sup>141</sup>. Czynnikiem który przyczynił się do popularyzacji tej metody jest jej oparcie na miernikach, które uwzględniają przepływy pieniężne<sup>142</sup>.

Procesy kreowania i tworzenia zadowolenia klienta powinny obejmować całe przedsiębiorstwo. Jednak procesy te powinny być ustanowione

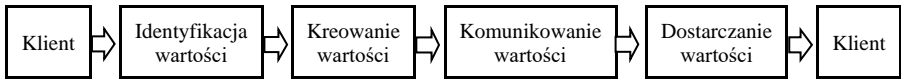
<sup>139</sup> B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, *Wartość klientów jako przesłanka alokacji kapitału* (w:) J. Bielinski (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 85

<sup>140</sup> J. Kołczyński, *Zarządzanie relacjami z klientami na przykładzie banku* (w:) Szablewski A., Tuzimek R. (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltex. Warszawa 2005, s. 367-400.

<sup>141</sup> S. Kasiewicz, *Konkurencyjność banków a zarządzanie wartością* (w:) Bielinski J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 177.

<sup>142</sup> S. Kasiewicz, *Orientacja jakościowa a zarządzanie wartością przedsiębiorstwa* (w:) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*, Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Lódź 2003, s. 9.

hierarchicznie tzn. od tych które przynoszą największą wartość dla przedsiębiorstwa i dla klienta do tych najmniej ważnych<sup>143</sup>.

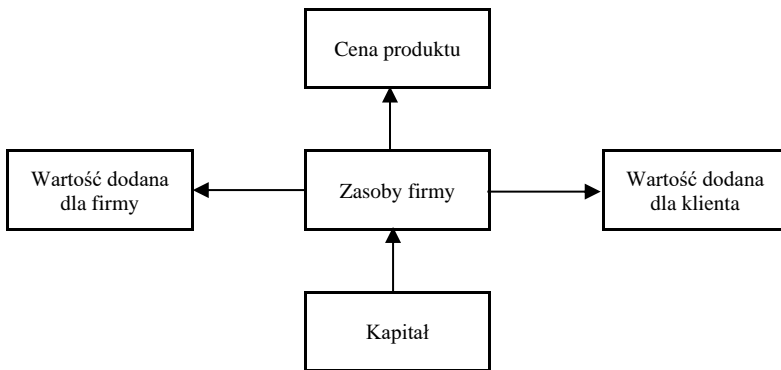


Rys. 4. Proces zarządzania przez wartość dla klienta

Źródło: Szymura-Tyc. Ewolucja modelu przewagi konkurencyjnej a wartość firmy. [http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4\\_full.html](http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4_full.html)

Z przedstawionego powyżej rysunku wynika, że jest to proces opierający się w głównej mierze na kliencie. Jest on uczestnikiem zarówno procesu tworzenia wartości, jak i jej odbioru.

Inny model zaproponowany w literaturze jest próbą tworzenia przewagi konkurencyjnej opartej na zasobach.



Rys. 5. Zarządzanie przez wartość w modelu przewagi konkurencyjnej opartej na zasobach.

Źródło: Szymura-Tyc. Ewolucja modelu..., op. cit.

Jego istota opiera się na analizie zasobów firmy i tworzeniu wartości zarówno dla firmy, jak i dla klienta.

<sup>143</sup> D. Bachman, *Procesowe zarządzanie przedsiębiorstwem* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 291.

### 9.3. Marketing w procesie budowania wartości dla klienta

Teoria i nauka o marketingu w ostatnim dziesięcioleciu przeszła niewiarygodny rozwój. Powstało dużo pozycji literatury z tego zakresu. Obfitują one w różnorodne definicje marketingu. Mimo, że definicje te bardzo się różnią, to jednak posiadają też cechy wspólne. W definicjach tych prawie zawsze pojawiają się rynek i konsument. Jest to więc nauka o rynku i zmianach na nim zachodzących. Za prekursora w dziedzinie marketingu uznaje się Kotlera, który w swojej książce podaje następująca definicję marketingu „sposób działania firmy na rynku, który polega na identyfikowaniu (ustalaniu, określeniu) i kształtowaniu potrzeb odbiorców, określeniu, które z nich firma może najlepiej zaspokoić, zaprojektowaniu odpowiednich produktów i usług oraz mobilizowaniu każdego pracownika, by działał na rzecz zaspokojenia tych potrzeb”<sup>144</sup>. Wielu rodzimych autorów opiera się właśnie na tej definicji i ją analizuje<sup>145</sup>. Definicja ta uwidacznia, że jest to proces niezwykle skomplikowany, a nie przypadkowy. Nie jest to także proces sporadyczny w przedsiębiorstwie. Wymaga on zmian w stosunku do firmy i klienta wśród pracowników, konieczności identyfikowania się z firmą oraz świadomości nadrzędności celu przedsiębiorstwa, nad indywidualnymi celami pracowników. Marketing w swoim centrum zainteresowań stawia klienta i jego potrzeby. Identyfikacja tych potrzeb, a następnie dostarczanie właściwych produktów na właściwe rynki po właściwej cenie jest zadaniem wszystkich pracowników.

Zgodnie z inną definicją marketing jest procesem, który trzeba zaplanować i następnie wdrożyć. Jego kluczowym elementem jest cena, poprzez którą przedsiębiorstwo kreuje popyt oraz swój wizerunek na rynku. Innymi elementami są: promocja służąca wzrostowi sprzedaży oraz dystrybucja ułatwiająca sprzedaż. Znaczenie produktu jest także duże, bowiem jego wysoka jakość buduje pozytywny wizerunek firmy w oczach klienta.

Spośród innych definicji na uwagę zasługuje przedstawiona poniżej charakterystyka Amerykańskiego Stowarzyszenia Marketingu, na którą powołują się Figiel, Kozłowski, Pilarski (2001)<sup>146</sup>: „marketing to proces planowania i realizacji działań polegających na kreowaniu, ustalaniu ceny, promocji i dystrybucji pomysłów, dóbr i usług, służących kształtowaniu wymiany

---

<sup>144</sup> Ph. Kotler, *Marketing analiza planowanie wdrażanie i kontrola*, Wydawnictwo Gebethner & Ska, Northwestern Universitys. 32

<sup>145</sup> A. Wiśniewski, *Marketing*, Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne S. A., Warszawa 1995, s. 14.

<sup>146</sup> Sz. Figiel, W. Kozłowski, S. Pilarski, *Marketing w agrobiznesie*, Wydawnictwo UWM Olsztyn, Olsztyn 2001, s. 209.

umożliwiającej osiągnięcie celów przez jednostki i organizacje”. Idąc dalej, przywołani autorzy podkreślają, że istnieją następujące warunki konieczne do istnienia marketingu:

- dwie lub więcej stron z niezaspokojonymi potrzebami,
- dążenie i zdolność do zaspokojenia tych potrzeb,
- istnienie sposobu na komunikowanie się zainteresowanych stron.

Współczesny marketing w przedsiębiorstwach wygląda znacznie inaczej niż kilka czy kilkadziesiąt lat temu. Świadomość potrzeby marketingu istnieje u wszystkich przedsiębiorców. Jedynym problemem są koszty marketingu, które utrudniają jego wprowadzenie. Problem ten dotyczy szczególnie małych i średnich przedsiębiorstw. Firmy te w obawie przed utratą płynności finansowej szukają oszczędności i ograniczają wydatki na marketing. W to miejsce podejmują inne działania mniej kosztowne od reklamy telewizyjnej czy radiowej. Przeprowadzają one szkolenia i uświadamiają pracownikom, że klient jest najważniejszy i że trzeba go należyście traktować.

Historia marketingu sięga okresu przed pierwszą wojną światową, gdzie mieliśmy do czynienia z orientacją produkcyjną. Głównym celem przedsiębiorstw była produkcja dóbr i dostarczanie ich na rynek. Przedsiębiorstwa nie miały poważnych problemów ze sprzedażą bowiem na ich produkty istniał silny popyt rynkowy. Ich głównym zmartwieniem było dostarczenie tych produktów do możliwie najszerszej grupy nabywców. Także poziom konkurencji był dużo niższy niż współcześnie.

Dalszym etapem rozwoju teorii marketingu była era produktowa. Skupiono się w niej na właściwym doborze środków produkcji w celu produkcji możliwie najwartościowszych produktów. Głównym celem była więc jakość produkcji i zwrócenie uwagi na użyteczność produktów, czyli ich zdolność do dostarczania korzyści konsumentowi. Skupianie uwagi przedsiębiorstw na maksymalizacji produkcji i jakości produktów musiało spowodować problemy ze sprzedażą. Dlatego też dalszy rozwój teorii marketingu to orientacja sprzedażowa. Jej celem było zwiększenie sprzedaży możliwie do największych rozmiarów. Narzędziami, które pomagały w realizacji tego celu były sam produkt, cena, promocja i dystrybucja. Właściwa kombinacja tych czterech elementów była podstawą kształtowania spójnych programów marketingowych przedsiębiorstw, które powinny wynikać ze strategii przedsiębiorstw. Koncentracja przedsiębiorstw na produkcji i sprzedaży musiała doprowadzić do dalszych problemów bowiem rynek nie jest jednorodny i ulega ciągłym zmianom. Zmiany te koncentrują się wokół nabywcy, który ciągle zmienia swoje potrzeby i wymagania. Dlatego współcześnie mamy do czynienia z orientacją

marketingową. Istotą tej orientacji jest poznawanie potrzeb klienta. Po spełnieniu tego pierwszego zadania, które warunkuje blisko 50% sukcesu przedsiębiorstwa, dalszym elementem jest produkcja właściwych dóbr i dostarczanie ich na rynek. Dziś przedsiębiorstwa nie mogą pozwolić sobie na nieudany start i produkcję dóbr bez rozpoznania rynku. Dlatego właśnie przeprowadzają one badania marketingowe, które pomagają w rozwiązaniu tego problemu i w ten sposób kształtują wysoką wartość na rynku. Poznanie preferencji klienta w wyniku przeprowadzonych badań marketingowych jest ważne, ponieważ to klient stał się najcenniejszym kapitałem przedsiębiorstwa. Dokonanie pomiaru wartości klienta przekłada się na wartość przedsiębiorstwa i dlatego przedsiębiorstwa powinny skutecznie zarządzać tym aktywem<sup>147</sup>. Kreowanie wartości dla klienta poprzez orientację marketingową powoduje lepsze poznanie potrzeb konsumenta i ich zaspakajanie, co ma wymiar ekonomiczny<sup>148</sup>. Wśród czynników decydujących o wartości dostarczonej klientowi można wyróżnić zrozumienie wartości jaką uznaje klient, tworzenie tej wartości przez przedsiębiorstwo i jej dostarczenie oraz jej kontrolowanie i utrzymanie<sup>149</sup>. Wyróżnia się całkowitą wartość dostarczoną klientowi (wartość produktu, usługi, personelu i wizerunku) oraz całkowity koszt klienta (koszt pieniężny, koszt czasu, koszt energii, koszt psychiczny).

#### 9.4. Znaczenie usług w procesie kształtowania wartości dla klienta

Małe i średnie przedsiębiorstwa na przestrzeni ostatnich 17 lat przeszły ogromną transformację. Wyraża się ona zmianą podejścia do charakteru produktu. Można więc zaobserwować tendencję do zwiększania się liczby przedsiębiorstw usługowych. Wynika to ze wzrostu popytu na usługi oraz nasycenia rynków produktów materialnych. Istnienie usługi na rynku jest wynikiem oddziaływania zmiennego otoczenia. Jak podaje Payne (1996) na proces kształtowania usługi duży wpływ mają procesy dostosowawcze<sup>150</sup>. Wynikają one ze zmian sposobu świadczenia usług, większej akceptacji klienta oraz prób poznania jego potrzeb. Usługa jest więc efektem oddziaływania sił rynkowych, czyli popytu i podaży oraz marketingu mix. Zarządzanie wiedzą o kliencie jest

---

<sup>147</sup> B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa*. (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 85.

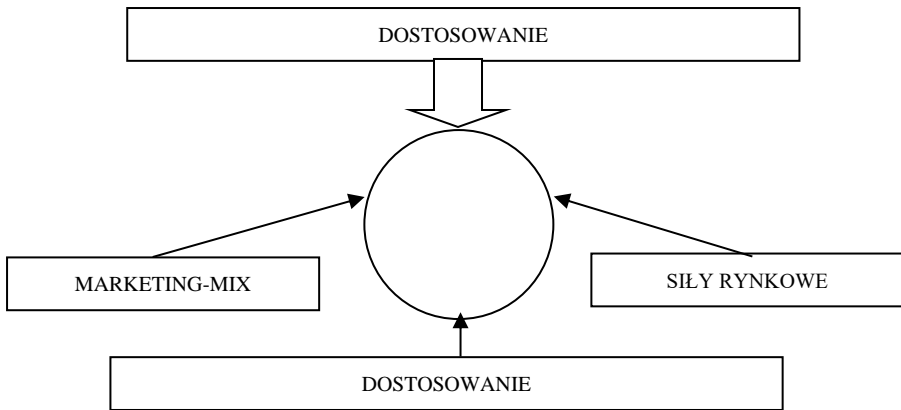
<sup>148</sup> P. Chłipa, *Kapitał intelektualny a marketing*, (w:) L. Garbarski (red.) *Kontrowersje wokół marketingu w Polsce – tożsamość, etyka, przyszłość*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2004, s. 453.

<sup>149</sup> Ph. Kotler, *Marketing...*, *op. cit.*, s. 70.

<sup>150</sup> A. Payne, *Marketing usług*, PWE, Warszawa 1996, s. 25

źródłem wartości przedsiębiorstwa. Kształtowanie właściwych postaw między pracownikami oraz między przedsiębiorstwem, a klientami jest czynnikiem kształtującym wyniki ekonomiczne przedsiębiorstwa<sup>151</sup>. Dzieje się tak dlatego, że klient w momencie rozpoczęcia relacji z przedsiębiorstwem generuje wpływy. Jednak na pozyskanie nowych klientów przedsiębiorstwa muszą ponieść pewne koszty, które nie powinny przekraczać zdyskontowanych zysków generowanych przez klienta<sup>152</sup>.

Marketing mix w przypadku usług wygląda trochę inaczej niż w przypadku produktów materialnych. Oprócz czterech podstawowych elementów, tj. produktu, ceny, promocji i dystrybucji w usługach wyróżnia się inne elementy. Na uwagę zasługują dwa, a mianowicie ludzie (people) i procesy (processes). Tak więc można powiedzieć, że w przypadku usług mamy do czynienia z 6 elementami marketing mix. W procesie obsługi klienta następuje wzajemne oddziaływanie tych sześciu elementów oraz kształtowanie odpowiedniego programu marketingowego. Ma to wpływ na charakter przedsiębiorstw świadczących usługi. Mimo, że firmy usługowe wykorzystują aż 6 elementów marketingu, to jednak prawdopodobieństwo wykorzystania podstawowych elementów tj. produktu, ceny, promocji i dystrybucji jest mniejsze.



Rys. 6. Marketing jako proces dostosowania

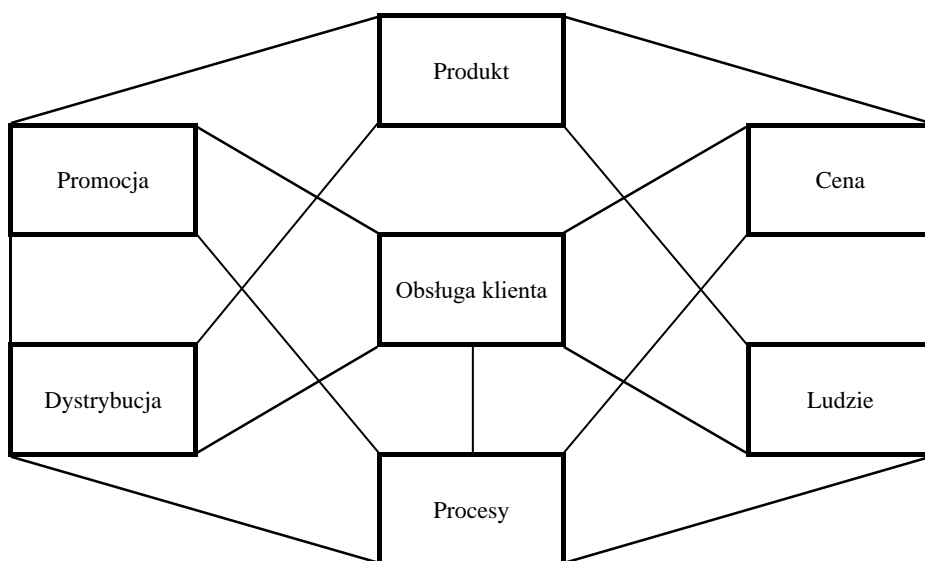
Źródło: A. Payne, *Marketing usług*, PWE, Warszawa, 1996, s. 41.

<sup>151</sup> S. Sobolewska, *Zarządzanie wiedzą o kliencie źródłem wartości przedsiębiorstwa* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 319.

<sup>152</sup> T. Doligalski, *Wartość portfela klientów – aspekt teoretyczny* (w:) B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 433.

Oferta przedsiębiorstwa usługowego jest więc kreowana na miejscu sprzedaży. Marketing usług jest procesem dostosowawczym polegającym z jednej strony na analizie narzędzi marketingu mix, a z drugiej na analizie sił rynkowych (rys. 6) W związku z tym prawdopodobieństwo zaproponowania konsumentowi oferty poddanej wcześniejszej analizie jest mniejsze. To konsument dokonuje wyboru elementów usługi i może dokonywać ich zmian. Tak więc miejsce jako proces świadczenia usług jest niezwykle istotne. W przypadku usług najważniejsze jest pozostawienie wrażenia, a zadowolony konsument jest najlepszą reklamą przedsiębiorstwa. Także sposób rekomendacji i poleceń zadowolonych klientów odgrywa decydujące znaczenie.

Można więc mówić o tzw. rozszerzonym marketingu mix, który w przypadku usług jest mieszanką nie tylko czterech składników marketingu mix (produkt, cena, promocja i dystrybucja) ale również ludzi, obsługi i obsługi klienta. Następuje więc proces kształtowania wartości dla klienta, w którym on sam uczestniczy (rys. 7).



Rys. 7. Rozszerzony marketing-mix

Źródło: A. Payne, *Marketing usług*, PWE, Warszawa 1996.

Wartość świadczona w przedsiębiorstwie usługowym różni się od wartości oferowanej przez przedsiębiorstwo produkcyjne. Jest to wynikiem specyficznych cech usług jakimi są: niematerialność, nietrwałość, spójność sfery



świadczenia usług i ich konsumpcji oraz inne. Cechy te powodują, że w przypadku usług mamy do czynienia z bardziej subiektywną wartością w porównaniu do produktów materialnych, która w głównej mierze jest uzależniona od jej postrzegania przez konsumenta. Ponadto wartość usług często jest bardziej ulotna niż wartość produktów co związane jest z nietrwałością usług. Czynnikiem decydującym o wartości usług są często opinie innych konsumentów, znajomych osób, które tą usługę konsumowały<sup>153</sup>.

### 9.5. Pytania

1. Na czym polega zarządzanie wartością w przedsiębiorstwie?
2. Wymień oraz omów cechy metody Balanced Scorecard.
3. Jaka jest rola marketingu w procesie budowania wartości dla klienta?
4. Jaka jest rola usług w procesie kształtowania wartości dla klienta.

---

<sup>153</sup> P. Chlipała, *Wartość dla klienta w działalności usługowej przedsiębiorstw*, [http://www.swiat-marketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id\\_numer=267974](http://www.swiat-marketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id_numer=267974).

# 10.

## Operat wyceny przedsiębiorstwa

Dokonaj wyceny przedsiębiorstwa według następującego schematu:

1. Informacje ogólne o wycenianym przedsiębiorstwie.
  - 1.1. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa.
  - 1.2. Sytuacja prawna przedsiębiorstwa.
2. Czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa.
  - 2.1. Charakterystyka majątku trwałego.
  - 2.2. Charakterystyka kadry zarządzającej.
  - 2.3. Wnioski z analizy sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa.
  - 2.4. Ocena zdolności funkcjonowania przedsiębiorstwa w otoczeniu gospodarczym.
3. Ustalenia wyjściowe do wyceny.
  - 3.1. Dobór metod wyceny z uzasadnieniem.
  - 3.2. Wartość księgowa przedsiębiorstwa.
4. Wyniki wyceny przedsiębiorstwa.
  - 4.1. Wycena metodą wartości skorygowanej aktywów netto.
  - 4.2. Wycena metodą DCF.
  - 4.3. Zbiorcze zestawienie wyników wyceny.
5. Podsumowanie i wnioski.

### 10.1. Raport z wyceny przedsiębiorstwa państwowego

**Wykonawca przedsiębiorstwo BHC „POL-MARKET” Łódź**

Spis treści:

1. WPROWADZENIE
  - 1.1. Cel i zakres opracowania
  - 1.2. Ogólna charakterystyka przedsiębiorstwa
  - 1.3. Elementy analizy prawnej przedsiębiorstwa
2. INFORMACJE WYJŚCIOWE DO WYCENY
  - 2.1. Charakterystyka majątku trwałego
  - 2.2. Elementy analizy strategicznej
  - 2.3. Wybór metod wyceny

3. WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA
    - 3.1. Ustalenie wartości księgowej przedsiębiorstwa
    - 3.2. Wycena przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto
    - 3.3. Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych
  4. PODSUMOWANIE I ZBIORCZE ZESTAWIENIE WYNIKÓW WYCENY
- ZAŁĄCZNIKI

## **1. WPROWADZENIE**

### **1.1. CEL I ZAKRES OPRACOWANIA**

Celem niniejszego opracowania jest określenie aktualnej wartości Zakładów – przedsiębiorstwo państwowe (numer wpisu do rejestru przedsiębiorstw państwowych w Sądzie Rejonowym w ..... Wydział Gospodarczy Rejestrowy. Wycena ma służyć jako materiał informacyjny w planowanym procesie przekształceń własnościowych w przedsiębiorstwie.

Zastosowane podejścia, metody oraz procedury wyceny umożliwiają oszacowanie wartości przedsiębiorstwa jak i wartości jego majątku w oparciu o różne kryteria. Daje to możliwość oceny firmy poprzez analizę jej majątku, a w szczególności składników majątku trwałego. W wycenie z pełną świadomością pominięto metody o uproszczonym podejściu rynkowym, wychodząc z założenia, że w Polsce brak jeszcze ukształtowanego i zrównoważonego rynku przedsiębiorstw. Jednakże wyniki transakcji rynkowych dotyczących przedsiębiorstw z tej branży wykorzystano przy oszacowaniu stopy dyskontowej niezbędnej do oszacowania wartości inwestycyjnej majątku przedsiębiorstwa.

Oszacowana w toku dokonanej wyceny wartość aktywów jak i wartość całego przedsiębiorstwa nie przesądza o ostatecznej kwocie transakcji, stanowi jedynie instrument informacyjny w trakcie procesu negocjacji z potencjalnymi inwestorami.

Wyceny sporządzono w lutym 2023 r. według stanu bilansowego na dzień 31.12.2021 r.

## **1.2. OGÓLNA CHARAKTERYSTYKA PRZEDSIĘBIORSTWA**

**1. Nazwa:**

**2. Siedziba:**

**3. Telefon (fax):**

**4. REGON:**

**5. NIP:**

**6. Dyrektor:**

**7. Przedmiot działania:**

**8. Status prawny:**

**9. Zatrudnienie ogółem na dzień 31.12.2021 r:**

Zatrudnienie wynosiło 170 osób w tym 54 osoby to pracownicy administracji.

**Tabela 6**

### **Wartość sprzedaży**

Rodzaj przychodu	1995 tys. zł.	1996 tys. zł.	1997 tys. zł.
Sprzedaż produktów	6.695,9	6.979,0	7.214,9
Pozostałe przychody	463,3	549,3	342,2

**11. Bank przedsiębiorstwa:**

## **1.3. ELEMENTY ANALIZY PRAWNEJ PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **1.3.1. Grunty, budynki i budowle**

Przedsiębiorstwo użytkuje następujące nieruchomości, których właścicielem jest Skarb Państwa:

## 2. INFORMACJE WYJŚCIOWE DO WYCENY

### 2.1. CHARAKTERYSTYKA MAJĄTKU TRWAŁEGO

Przedsiębiorstwo dysponuje bardzo rozbudowanym majątkiem trwałym obejmującym prawo wieczystego użytkowania gruntów, wszystkie grupy środków trwałych oraz niematerialne i finansowe składniki majątku trwałego.

*Rzeczowy majątek trwały przedsiębiorstwa obejmuje:*

A. Prawo wieczystego użytkowania gruntów o łącznej powierzchni 32.588 m<sup>2</sup>

- przy ul. .... o powierzchni 24.329 m<sup>2</sup>
- przy ul. .... o powierzchni 838 m<sup>2</sup>
- przy ul. .... o powierzchni 7.421 m<sup>2</sup>

Działki usytuowane przy ul. .... stanowią jeden zwarty kompleks, na którym znajdują się wszystkie obiekty produkcyjne, magazynowe, administracyjne i pomocnicze. Na nieruchomości przy ul. .... znajduje się tylko budynek przedszkola, który nie jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwo.

B. Środki trwale, których ogólna wartość ewidencyjna na dzień 31.12.2021 r. przedstawia poniższe zestawienie:

**Tabela 7**

#### Wielkość i struktura majątku trwałego

	Wartość brutto		Wartość netto		Stopień umorzenia
	zł	%	zł	%	
Grupa I	3137543	50,0	1 756 029	69,2	44,0
Grupa II	344101	5,5	127601	5,0	62,9
Grupa III	2933	0,0	2930	0,1	0,1
Grupa IV	38336	0,6	14444	0,6	62,3
Grupa V	2 572 386	41,0	579 760	22,9	77,5
Grupa VI	47708	0,8	10553	0,4	77,9
Grupa VII	94248	1,5	39767	1,6	57,8
Grupa VIII	33191	0,5	5163	0,2	84,4
Razem	6 270 446	100	2 536 547	100	59,6

Dominującą część majątku trwałego stanowią budynki i budowle. Ich udział w wartości brutto środków trwałych wynosi 50,5%, a w wartościach netto jest jeszcze wyższy i wynosi aż 74,2%. Taka struktura majątku jest zdecydowanie niekorzystna oznacza bowiem, że tylko ok. 1/4% majątku służy bezpośrednio produkcji i tym samym określa możliwości wytwórcze przedsiębiorstwa.

Główne budowlane obiekty produkcyjne zostały wzniesione w 1974 r. natomiast budynek administracyjny oraz niektóre obiekty pomocnicze w roku 1952. Wszystkie obiekty cechują się zadowalającą funkcjonalnością a dzięki prawidłowej gospodarce konserwacyjnej i remontowej również niezbyt wysokim poziomem zużycia technicznego. Także ewidencyjny stopień umorzenia budynków nie jest wysoki.

Wśród pozostałych środków trwałych grupę zasadniczą stanowi ponad 500 sztuk maszyn i urządzeń grupy V, których udział w wartości brutto wynosi 41,0% a w wartościach netto 22,9%. Cechują się one generalnie szybkim tempem zużycia a w efekcie i relatywnie wysokim stopniem umorzenia – średni stopień umorzenia dla podstawowych maszyn i urządzeń (grupa V) wynosi aż 77,5%. Jest to wskaźnik dość wysoki świadczący o konieczności przeznaczenia w najbliższej przyszłości znacznych nakładów na inwestycje odtworzeniowe. Oznacza to również, że poziom nowoczesności tych urządzeń nie może być uznany za zadowalający. Trzeba w tym miejscu dodać, że większość zakładów tej branży posiada urządzenia na podobnym poziomie technicznym a obecny potencjał przedsiębiorstwa pozwala na wytwarzanie szerokiej gamy wyrobów o cechach jakościowych odpowiadających aktualnym wymaganiom rynku.

Udział środków transportu oraz pozostałych grup środków trwałych a także niematerialnych i finansowych składników majątkowych jest niewielki i nie wpływa znacząco na potencjał majątkowy przedsiębiorstwa.

Z punktu widzenia efektywności działalności przedsiębiorstwa posiadany majątek trwały stanowi element umiarkowanie korzystny. Jest on zbyt duży przy obecnej skali sprzedaży ale przez to umożliwia nawet znaczny rozwój działalności bez poważnych inwestycji w obiekty budowlane i infrastrukturę. Także maszyny i urządzenia produkcyjne są wystarczające dla wyraźnego zwiększenia produkcji jeśli tylko będzie na nią zapotrzebowanie.

## 2.2. ANALIZA STRATEGICZNA (SWOT)

### *Slabe i mocne stron przedsiębiorstwa (charakterystyka wewnętrzna)*

#### **Mocne strony**

- tradycja i doświadczenie wynikające z długotrwałej obecności na rynku,
- uregulowany system prawny majątku,
- koncentracja całego majątku produkcyjnego na jednej nieruchomości i funkcjonalny układ zabudowy,
- korzystna lokalizacja,
- opanowanie różnych procesów technologicznych,
- możliwość wytwarzania szerokiego asortymentu wyrobów (dla klientów z różnych branż),
- wysoka jakość wyrobów,
- dobra marka wyrobów i pozytywna identyfikacja znaku firmowego,
- rezerwa mocy wytwórczych i powierzchni produkcyjnej umożliwiającej rozwój działalności.

#### **Slabe strony**

- niski poziom techniczny i wysoki stopień zużycia technicznego podstawowych maszyn i urządzeń produkcyjnych,
- uboga kolorystyka wyrobów,
- brak możliwości stosowania nowoczesnych procesów technologicznych,
- brak środków na modernizację,
- mały potencjał badawczo-rozwojowy,
- niepełne wykorzystanie posiadanych mocy produkcyjnych i wynikające stąd relatywnie wysokie obciążenie kosztami stałymi,
- niedostateczna liczba własnych samochodów dostawczych,
- brak profesjonalnego działu marketingu i związany z tym niedostateczny poziom działań marketingowych,
- brak trwałych kontaktów eksportowych na pożądanym poziomie,
- w odniesieniu do części kadry kierowniczej konserwatyzm i brak zrozumienia współczesnych zasad organizacji działalności gospodarczej,
- brak motywacyjnego systemu wynagradzania.

## ***Szanse i zagrożenia (o charakterze zewnętrznym)***

### **Szanse**

- prywatyzacja przedsiębiorstwa w sposób gwarantujący wzmocnienie finansowe,
- przeprowadzenie restrukturyzacji majątkowej i organizacyjnej w ramach procesu prywatyzacji,
- sprzedaż zbędnych, przestarzałych lub niedostatecznie wykorzystywanych składników majątku trwałego,
- nawiązanie kooperacji technologicznej w zakresie wytwarzania siatek wędliniarskich (ze wskazaniem na partnerów zagranicznych),
- rozwój sprzedaży na rynki zagraniczne.

### **Zagrożenia**

- możliwość wprowadzenia mniej korzystnych przepisów podatkowych i celnych,
- stały rozwój konkurencji oraz rozbudowa działań marketingowych ze strony firm konkurencyjnych,
- niestabilny rynek, silne wahania sezonowe i koniunkturalne w zakresie wielkości i struktury popytu, częste zmiany mody,
- rozwój importu produktów podobnych lub substytucyjnych,
- ograniczenie popytu na siatki wędliniarskie spowodowane wprowadzanymi zmianami technologicznymi w przemyśle mięsnym,
- wzrost cen surowców i czynników energetycznych,
- narastanie trudności w utrzymaniu płynności finansowej spowodowane trudnościami w windykacji należności.

## **WYBÓR METOD WYCENY**

W praktyce krajów o rozwiniętej gospodarce rynkowej, w których transakcje kupna-sprzedaży przedsiębiorstw stanowią normalną, praktykę gospodarczą wykształciły się różne metody wyceny wartości przedsiębiorstwa. Metody te przede wszystkim zależą, od celu, jakiemu ma służyć wycena. Wartość przedsiębiorstwa może wyrażać jego wartość rynkową, ekonomiczną, księgową, likwidacyjną czy też majątkową, odtworzeniową (metodę odtworzeniową stosuje się głównie do sporządzania wyceny majątku trwałego dla celów



ubezpieczeniowych i uwłaszczeniowych zgodnie ze starą ustawą o gospodarce gruntami i wywłaszczeniu nieruchomości).

Dla celów przeprowadzenia transakcji kupna-sprzedaży bądź wniesienia majątku przedsiębiorstwa państwowego aportem do spółki, cena za przedsiębiorstwo winna być ustalona na rynku – jak każda prawdziwa cena. W Polsce, z uwagi na mało rozwinięty rynek kapitałowy trudno jest obliczyć współczynnik P/E dla branży w, której działa. Przyczyna tkwi w braku porównywalnych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym, precyzyjne ustalenie wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest praktycznie niemożliwe. Ponadto, realną wartość przedsiębiorstwa można ustalić (metodami pozwalającymi uzyskać wartość rynkową jedynie wówczas, gdy przedsiębiorstwo utrzymuje płynność finansową).

W przypadku, gdy w wyniku przeprowadzenia procesu weryfikacji, wartość aktywów będzie mniejsza od wartości pasywów obcych, wówczas będzie możliwe jedynie oszacowanie wielkości środków, które zostaną uzyskane ze sprzedaży składników majątkowych w trakcie postępowania upadłościowego i będą mogły być przeznaczone na zaspokojenie wierzycieli przedsiębiorstwa. Szacując środki, które zostałyby po przeprowadzeniu procesu likwidacji przedsiębiorstwa, od wartości rynkowej jego majątku odejmuje się koszty przeprowadzenia procesu likwidacji (bądź upadłości), do których zaliczamy przede wszystkim bezpośrednio koszty likwidacji, koszty odpraw dla pracowników oraz koszty ekspertyz przy użyciu biegłych. Ponieważ wartość aktywów jest większa od wartości pasywów obcych oraz przedsiębiorstwo utrzymuje płynność finansową, wycena przedsiębiorstwa metodą likwidacyjną nie zostanie zastosowana.

Jeśli wartość majątku (aktywów) przewyższy kwotę zobowiązań (pasywów obcych) możliwe będzie ustalenie wartości przedsiębiorstwa jako funkcjonującej całości, przy czym ewentualny nabywca mógłby przejąć zarówno majątek przedsiębiorstwa jaki i jego zobowiązania – wówczas do wyceny przedsiębiorstwa zastosowana zostanie metoda skorygowanych aktywów netto.

Ponieważ przedsiębiorstwo posiada płynność finansową możliwe jest oszacowanie wartości metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych.

Wybór metody wyceny wynika również z wymagań formalnoprawnych. Wymagania formalnoprawne nakazują dokonanie wyceny co najmniej dwiema metodami. W tej sytuacji ostatecznie przyjęto, że do wyceny zastosowane zostaną następujące dwie metody:

### **a) Metoda skorygowanych aktywów netto**

Wartość przedsiębiorstwa stanowi różnicę skorygowanych, to jest urealnionych wartości aktywów przedsiębiorstwa i pasywów obcych. Wartość firmy jest tu określona najogólniej przez sumę przychodów pieniężnych możliwych do uzyskania w momencie likwidacji dotychczasowej działalności. W przypadku środków trwałych przychody te rozumiane są jako skapitalizowany czynsz dzierżawny netto (podejście dochodowe, metoda inwestycyjna). Przychody te są zwiększone o zweryfikowane wartości pozostałych aktywów firmy i pomniejszone o urealnione wartości zobowiązań. Wadą tej metody jest jej statyczny charakter.

Daje ona pogląd na wartość majątkową, przedsiębiorstwa w wybranym dniu, na który został sporządzony bilans przedsiębiorstwa. Metoda ta nie uwzględnia stopnia dostosowania struktury rzeczowej majątku przedsiębiorstwa do aktualnych potrzeb gospodarczych i możliwości rozwojowych. Nie ukazuje więc zależności pomiędzy poszczególnymi składnikami majątku, a ich wpływem na dochody.

### **b) Metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych**

Jest to zaadaptowana do polskich warunków metoda cash flow. Wartość przedsiębiorstwa stanowi tu sumę zdyskontowanych strumieni pieniężnych (wpływów netto) okresu prognozy i wartości dodatkowej. Metoda ta wymaga szczegółowego oszacowania przychodów ze sprzedaży i innych rodzajów działalności oraz kosztów produkcji i handlowych, nakładów inwestycyjnych, zaciągniętych i spłacanych kredytów, odprowadzanych podatków itd. Wynik tej wyceny jest silnie uzależniony od aktualnej koniunktury i ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju. Przy obecnej mało stabilnej sytuacji gospodarczej w Polsce prognozy działalności firm i wyniki ich wycen dokonane tą metodą należy traktować z ograniczonym zaufaniem.

## **3. WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **3.1. Ustalenie wartości księgowej przedsiębiorstwa**

Analiza służąca określeniu wartości księgowej przeprowadzona zostaje w oparciu o bilans przedsiębiorstwa sporządzony na dzień 31.12.2021 roku.

Poniżej w tabeli przedstawiono wartości poszczególnych składników majątkowych według bilansu. Składniki majątkowe podzielone zostały na grupy

według stopnia ich płynności, a pasywa obce na grupy, według stopnia ich „wymagalności” to jest kolejności regulowania zobowiązań.

Tabela 8

## Bilans przedsiębiorstwa

Lp.	AKTYWA	w tys. zł.
<b>Pierwsza grupa płynności</b>		<b>78,2</b>
1	środki pieniężne w kasie	10,8
2	środki pieniężne w banku	67,4
3	inne środki pieniężne	0,0
4	krótkoterminowe papiery wartościowe	0,0
<b>Druga grupa płynności</b>		<b>523,3</b>
1	należności nieprzeterminowane z tytułu dostaw robót i usług	411,1
2	pozostałe należności nieprzeterminowane	112,2
<b>Trzecia grupa płynności</b>		<b>1.354,0</b>
1	udziały w obcych podmiotach gospodarczych	1,5
2	materiały	425,2
3	produkty gotowe	879,7
4	towary handlowe	47,6
5	zaliczki na poczet dostaw zapasów	0,0
<b>Czwarta grupa płynności</b>		<b>2.787,8</b>
1	grunty i tereny	0,0
2	budynki i budowle	1.883,6
3	urządzenia techniczne, maszyny, wyposażenie produkcyjne i handlowe	607,7
4	środki transportowe	39,8
5	inne środki trwałe	5,2
6	wyposażenie	0,0
7	inwestycje rozpoczęte	251,5
8	długoterminowe papiery wartościowe	0,0
<b>Piąta grupa płynności</b>		<b>248,4</b>
1	należności przeterminowane	64,2
2	pozostałe należności przeterminowane	0,0
3	produkcja, roboty i usługi niezakończone	147,6
4	wartości niematerialne i prawne	3,8
5	należności długoterminowe	0,0
6	należności od budżetów	25,2

7	roszczenia sporne	0,0
8	rozliczenia międzyokresowe czynne	7,6
9	Należności z tytułu zaliczek na inwestycje	0,0
10	inne aktywa	0,0
<b>Razem aktywa (A)</b>		<b>4.991,7</b>

Lp.	PASYWA OBCE	w tys. zł.
<b>Grupa pierwsza</b>		<b>0,0</b>
1	przeteterminowane zobowiązania wobec budżetu	0,0
2	przeteterminowane kredyty bankowe	0,0
3	przeteterminowane zobowiązania wobec dostawców	0,0
4	pozostałe zobowiązania przeteterminowane	0,0
<b>Grupa druga</b>		<b>1.331,3</b>
1	zobowiązania wobec budżetów	157,6
2	kredyty bankowe krótkoterminowe	720,0
3	pożyczki krótkoterminowe	150,0
4	zobowiązania wobec dostawców	149,5
5	zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	83,7
6	zaliczki otrzymane na poczet dostaw	0,0
7	pozostałe zobowiązania	70,5
<b>Grupa trzecia</b>		<b>0,0</b>
1	bankowe kredyty długoterminowe	0,0
2	pozostałe zobowiązania długoterminowe	0,0
<b>Grupa czwarta</b>		<b>0,0</b>
1	rozliczenia międzyokresowe	0,0
<b>Razem pasywa obce (Po)</b>		<b>1.331,3</b>

**Wartość księgową przedsiębiorstwa oblicza się według formuły:**

$$W_K = A - P_o$$

zatem:

$$W_K = 4.991,7 - 1.331,3 = 3.660,4 \text{ tys. zł}$$

**Wartość księgową przedsiębiorstwa ustalona na dzień 31.12.2021 r.**

**wynosi: 3.660,4 tys. zł**

(słownie: trzy miliony sześćset sześćdziesiąt tysięcy czterysta złotych)

### 3.2. Wycena metodą skorygowanych aktywów netto

Wycena metodą skorygowanych aktywów netto nawiązuje do wartości księgowej przedsiębiorstwa. Istotą metody jest weryfikacja poszczególnych składników aktywów pod kątem ich realności i zdolności do pokrywania zobowiązań. Weryfikacja pasywów obcych polega na uwzględnieniu w ich wartości skutków ich przeterminowania.

Przy tej metodzie wyceny wartość przedsiębiorstwa stanowi różnicę skorygowanych, to jest urealnionych, wartości aktywów przedsiębiorstwa i pasywów obcych. Wartość ta jest określona najogólniej przez sumę przychodów pieniężnych możliwych do uzyskania w momencie likwidacji dotychczasowej działalności.

W przypadku środków trwałych przychody te rozumiane są jako wpływy ze sprzedaży bądź kapitalizowany dochód z czynszu dzierżawnego otrzymywany z dzierżawy każdego środka trwałego. Przychody te są zwiększone o zweryfikowane wartości pozostałych aktywów firmy i pomniejszone o urealnione wartości zobowiązań.

Wadą tej metody (jak i innych metod majątkowych) jest jej statyczny charakter. Daje ona pogląd na wartość majątkową przedsiębiorstwa w wybranym dniu, na który został sporządzony bilans przedsiębiorstwa. Metoda ta nie uwzględnia stopnia dostosowania struktury rzeczowej majątku przedsiębiorstwa do aktualnych potrzeb gospodarczych i możliwości rozwojowych. Nie ukazuje więc zależności pomiędzy poszczególnymi składnikami majątku oraz ich wpływu na dochody.

Ustalenie wartości przedsiębiorstwa metodą zweryfikowanych aktywów netto będzie również odpowiedzią na pytanie czy możliwa jest wycena przedsiębiorstwa jakkolwiek z metod stosowanych przy prywatyzacji przedsiębiorstw lub też, czy możliwe jest ustalenie jedynie wartości środków, które mogłyby być przeznaczone na zaspokojenie wierzycieli przedsiębiorstwa.

#### 3.2.1. Weryfikacja aktywów ( $A$ )<sub>w</sub>

##### a) Pierwsza grupa płynności

###### *1. Środki pieniężne w kasie*

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 10,8 \text{ tys. zł}$$

## **2. Środki pieniężne w banku**

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 67,4 \text{ tys. zł}$$

### **b) Druga grupa płynności**

#### **1. Należności nieprzeterminowane od odbiorców**

Łączna kwota należności od odbiorców krajowych wynosi 475,3 tys. zł. Po weryfikacji ustalono iż należności nieprzeterminowane wynoszą 411,1 tys. złotych. W efekcie przyjęta do wyceny kwota należności nieprzeterminowanych od odbiorców wynosi:

$$W_w = 411,1 \text{ tys. zł}$$

#### **2. Pozostałe należności nieprzeterminowane**

Należności te obejmują głównie należności pracownicze z tytułu udzielonych pożyczek oraz pozostałe należności. Nie ma podstaw do kwestionowania ich ściągalności. Zatem przyjmujemy:

$$W_w = 112,2 \text{ tys. zł}$$

### **c) Trzecia grupa płynności**

#### **1. Udziały w obcych podmiotach gospodarczych**

Po analizie struktury akcji i udziałów w obcych podmiotach gospodarczych ustalono, iż nie ma podstaw do weryfikacji udziałów i akcji. Zatem po weryfikacji do wyceny przyjmujemy ich wartość nominalną:

$$W_w = 1,5 \text{ tys. zł}$$

#### **2. Materiały**

Pozycja materiały zawiera niezbyte i nieprzydatne części zamienne do maszyn i urządzeń, ich wartość szacuje się na 10% wartości księgowej. Ponadto w pozycji tej znajdują się towary przejęte od dłużników za niespłacone należności, ich realna wartość ocenia się na 10% wartości księgowej. Co do pozostałej części materiałów, nie ma podstaw do

kwestionowania ich wartości księgowej. Zatem po weryfikacji do wyceny przyjmujemy:

$$W_w = 261,9 \text{ tys. zł}$$

### **3. Produkty gotowe**

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej, zatem przyjmujemy do wyceny

$$W_w = 879,7 \text{ tys. zł}$$

### **4. Towary**

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej, zatem przyjmujemy do wyceny

$$W_w = 47,6 \text{ tys. zł}$$

## **d) Czwarta grupa płynności**

### **1. Środki trwałe grupy (I-VIII)**

Do wyceny majątku trwałego przedsiębiorstwa zastosowano podejście dochodowe, metodę inwestycyjną, technikę kapitalizacji prostej. Zakłada ona likwidację dotychczasowej działalności i uzyskiwanie wpływów z dzierżawy poszczególnych składników majątku trwałego. Ustalenia hipotetycznego czynszu dzierżawnego oraz obliczenia kapitalizowanych wpływów dokonano osobno dla poszczególnych grup rodzajowych opierając się na następujących ustaleniach:

1. Dla budynków (grupa 1) czynsz nalicza się zwykle od powierzchni użytkowej, za podstawę ustalenia czynszu dzierżawnego dla każdego z budynków przyjęto średnie stawki czynszu naliczane za wynajmowanie podobnych obiektów z uwzględnieniem odchyień z tytułu walorów lokalizacji oraz przy założeniu pełnych możliwości dzierżawy lub najmu posiadanych powierzchni.

O wysokości czynszu dzierżawnego wycenianych nieruchomości decydują przede wszystkim trzy elementy:

- lokalizacja ogólna, szczegółowa a także wielkość i dostępność działki,
- wielkość oraz charakterystyka techniczna i użytkowa naniesień,

- sytuacja na rynku nieruchomości, a przede wszystkim relacje, popytu i podaży dotyczące budynków produkcyjnych, magazynowych i biurowych oraz maszyn i urządzeń.

Zgodnie z wcześniej podanymi ustaleniami przeanalizowano wysokość czynszów dzierżawnych na 1 m<sup>2</sup> powierzchni użytkowej obiektów produkcyjnych, magazynowych i biurowych o podobnych walorach techniczno-użytkowych i przy zbliżonych cechach lokalizacji. W każdym przypadku wartość czynszu w obiektach wziętych do porównań korygowano parami z wycenianym obiektem z punktu widzenia cech wpływających na wysokość czynszu.

Czynsze wzięte do porównań dotyczyły zarówno części obiektów jak i całych budynków. Przy wynajmowaniu całego budynku uzyskana cena najmu 1 m<sup>2</sup> stosownej powierzchni ulega zwykle obniżeniu. Nie zmniejsza to dochodów właściciela budynku i tym samym wartości nieruchomości, bowiem przy wynajmowaniu pojedynczych lokali zwykle nie uzyskuje się całkowitego wypełnienia i nie uzyskuje się czynszu z powierzchni wykorzystywanych wspólnie przez wielu najemców.

2. Wartość rynkowa budynków określona metodą inwestycyjną jest w rzeczywistości wartością całej nieruchomości. Oznacza to, że wartość budynków oraz gruntu (prawa wieczystego użytkowania), na którym znajdują się budynki i budowle wyrażona jest jedną kwotą. Takie określenie wartości wynika z przyjętej metodologii wyceny budowlanych składników majątku trwałego zgodnie z Zarządzeniem Ministra Gospodarki Przestrzennej i Budownictwa z dnia 1 marca 1995 roku w sprawie szczegółowych zasad ustalania wartości nieruchomości (M.P. z 1995 roku nr 13, poz. 163) oraz standardów UNIDO stosowanych w państwach zachodnich.

Metoda inwestycyjna zakłada uzyskanie stałych dochodów z wydzierżawianych budynków, jednakże aby spełnić ten warunek konieczne należy stworzyć użytkownikowi budynków również możliwość korzystania z urządzeń infrastruktury technicznej (budowli), placów manewrowych (gruntu), niezbędnych do prawidłowego korzystania z budynków i budowli będących przedmiotem najmu. Zatem osobną wyceną mogą zostać objęte tylko te budowle i grunty, które nie są bezpośrednio związane z wycenianymi budynkami i w związku z tym mogła być przedmiotem osobnego wynajmu.



3. Dla maszyn, urządzeń, wyposażenia oraz środków transportowych czynsz skalkulowano tak, aby pokrywał stawkę amortyzacji oraz zapewni niezbędny zysk. Stawkę czynszu zróżnicowano w zależności od rodzaju środka trwałego i stopnia jego zużycia (dla środków trwałych całkowicie umorzonych kalkulowano tylko zysk, bez uwzględnienia amortyzacji).
4. Okres kapitalizacji przyjęto w wysokości:
  - dla budynków 20 lat ze względu na średni stan,
  - od 1 do 10 lat dla pozostałych środków trwałych przy czym zostało to uzależnione od przewidywanej dalszej żywotności środka trwałego.
5. Stopa dyskontowa jest niezbędnym parametrem każdej wyceny. Jej wysokość musi odzwierciedlać przeciętna dochodowość w danej branży i tym samym rynkowe ceny przedsiębiorstw i pojedynczych składników majątkowych, stopień ryzyka inwestycyjnego a także poziom oprocentowania długoterminowych depozytów bankowych jako miara efektywności alternatywnych lokat środków przeznaczonych na inwestycje. Uwzględniając wymienione elementy obliczono wysokość dyskontowej  $r = 16\%$  rocznie.
6. Wyceny poszczególnych składników majątku trwałego dokonano podejściem dochodowym, metodą inwestycyjną, techniką kapitalizacji prostej przy zastosowaniu następującej formuły:

$$W_N = I/R$$

gdzie:

$W_N$  = wartość poszczególnych składników majątku trwałego,

$I$  = dochód netto z czynszu w skali roku,

$R$  = współczynnik kapitalizacji.

Ogólna wartość środków trwałych ustalona przy zastosowaniu podejścia dochodowego, metody inwestycyjnej, techniki kapitalizacji prostej wynosi

$$W_w = 3.0393 \text{ tys. zł}$$

### **Inwestycje rozpoczęte**

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej. Zatem do wyceny przyjęto:

$$W_w = 251,5 \text{ tys. zł}$$

### **e) Piąta grupa płynności**

#### ***1. Przeterminowane należności od odbiorców***

Po szczegółowej analizie ewidencji księgowej (bilansu), z ogólnej kwoty należności od odbiorców wynoszącej 475,5 tys. zł, wydzielono przeterminowane należności od odbiorców na kwotę 64,2 tys. zł. Po szczegółowej weryfikacji przeterminowanych należności od odbiorców, ostateczną ich wartość ustalono na kwotę:

$$W_w = 39,0 \text{ tys. zł}$$

#### ***2. Produkcja, roboty i usługi niezakończone***

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej. Zatem do wyceny przyjęto:

$$W_w = 147,6 \text{ tys. zł}$$

#### ***3. Wartości niematerialne i prawne***

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej. Zatem do wyceny przyjęto:

$$W_w = 3,8 \text{ tys. zł}$$

#### ***4. Należności od budżetów***

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji. Zatem do wyceny przyjęto:

$$W_w = 25,2 \text{ tys. zł}$$

#### ***5. Rozliczenia międzyokresowe czynne***

Nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji. Zatem do wyceny przyjęto:

$$W_w = 7,6 \text{ tys. zł}$$

### 3.2.2. Weryfikacja pasywów obcych (Po)

#### a) Grupa pierwsza

Nie występuje.

#### b) Grupa druga

##### **1. Zobowiązania nieprzeterminowane wobec budżetów**

Brak jest podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 157,6 \text{ tys. zł}$$

##### **2. Kredyt bankowy**

Brak jest podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 720,0 \text{ tys. zł}$$

##### **3. Pożyczki krótkoterminowe**

Brak jest podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 150,0 \text{ tys. zł}$$

##### **4. Zobowiązania nieprzeterminowane wobec dostawców**

Brak jest podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 149,5 \text{ tys. zł}$$

##### **5. Zobowiązania z tytułu wynagrodzeń**

Brak jest podstaw do kwestionowania wartości księgowej tej pozycji, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 83,7 \text{ tys. zł}$$

**6. Pozostałe zobowiązania**

Poza zobowiązaniami wymienionymi poprzednio występują jedynie zobowiązania bieżące a zatem nie ma podstaw do kwestionowania wartości księgowej, zatem przyjmujemy do wyceny:

$$W_w = 70,5 \text{ tys. zł}$$

**c) Grupa trzecia**

Nie występuje.

**d) Grupa czwarta**

Nie występuje.

**Tabela 9**

**Ostateczny układ wartości poszczególnych aktywów i pasywów po weryfikacji przedstawia się następująco:**

Lp.	AKTYWA	w tys. zł
<b>Pierwsza grupa płynności</b>		<b>78,2</b>
1	środki pieniężne w kasie	10,8
2	środki pieniężne w banku	67,4
<b>Druga grupa płynności</b>		<b>523,3</b>
1	należności nieprzeterminowane od odbiorców	411,1
2	pozostałe należności nieprzeterminowane	112,2
<b>Trzecia grupa płynności</b>		<b>1.190,7</b>
1	udziały w obcych podmiotach gospodarczych	1,5
2	materiały	261,9
3	produkty gotowe	879,7
4	towary handlowe	47,6
<b>Czwarta grupa płynności bez pozycji (1)</b>		<b>3.039,3</b>
1	środki trwałe grupa I-VIII – wartość ustalona metodą inwestycyjną.	3.039,3
<b>Piąta grupa płynności</b>		<b>223,2</b>
1	należności przeterminowane	39,0
2	produkcja, roboty i usługi niezakończone	147,6
3	wartości niematerialne i prawne	3,8
4	należności od budżetów	25,2
5	rozliczenia międzyokresowe – czynne	7,6
Razem aktywa (A)		5.054,7

Lp.	PASYWA OBCE	w tys. zł
	Grupa pierwsza	—
1	nie występuje	0,0
<b>Grupa druga</b>		<b>1.331,3</b>
1	zobowiązania wobec budżetów	157,6
2	kredyty bankowe krótkoterminowe	720,0
3	pożyczki krótkoterminowe	150,0
4	zobowiązania wobec dostawców	149,5
5	zobowiązania z tytułu wynagrodzeń	83,7
6	pozostałe zobowiązania	70,5
<b>Grupa trzecia</b>		—
1	nie występuje	—
<b>Grupa czwarta</b>		—
1	nie występuje	—
Razem pasywa obce		1.331.3

**Wartość przedsiębiorstwa wyrażona metodą analizy aktywów netto oblicza się według formuły:**

$$W_{W1} = A_{W1} - P_{Ow1}$$

zatem:

**Wartość przedsiębiorstwa ustalona metodą aktywów netto przy wycenie środków trwałych metodą inwestycyjną:**

$$W_{W1} = 5.054,7 - 1.331,3 = 3.723,4 \text{ tys. zł}$$

w zaokrągleniu: **3.723 tys. zł**

**Wartość przedsiębiorstwa ustalona metodą aktywów netto przy wycenie środków trwałych metodą inwestycyjną na dzień 31.12.2021 r. wynosi:**

**3.723 tys. zł**

(słownie: trzy miliony siedemset dwadzieścia trzy tysiące złotych)

### **3.3. WYCENA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA METODĄ DYSKONTOWANYCH PRZYSZŁYCH STRUMIENI PIENIĘŻNYCH**

#### **3.3.1. Omówienie założeń przyjętych do wyceny**

Zgodnie z założeniami tej metody wartość przedsiębiorstwa stanowi suma zdyskontowanych przyszłych dochodów oraz wartości przedsiębiorstwa na koniec okresu prognozy.

Do prognozowania sprzedaży, kosztów i przyszłych dochodów przyjęto następujące założenia:

#### **Przychody ze sprzedaży**

Po analizie otoczenia rynkowego przedsiębiorstwa i wyników uzyskanych w 2021 roku przyjmuje się następującą prognozę sprzedaży:

- Przychody ogółem w 2021 roku wynosiły 7.557,1 tys. zł
- dla lat 2022-2026 zakłada się wzrost przychodów, liczony w cenach stałych, wynoszący około 2% rocznie. W całym okresie prognozy założono stałość cen z końca 2022 roku zarówno w stosunku do przychodów jak i kosztów:

#### **Koszty działalności**

Prognozy kosztów dokonano w oparciu o koszty poniesione w 2021 roku, uwzględniając przy tym zmiany w majątku trwałym i poziomie zatrudnienia. Przewidziano ponadto pewne zwiększenie wydatków na promocję i reklamę, niezbędne szczególnie przy rozszerzeniu zakresu działalności.

#### **Opodatkowanie**

Wobec braku opodatkowania podatkiem obrotowym i akcyzowym przyjęto jedynie opodatkowanie podatkiem dochodowym w wysokości 36% zysku brutto.

#### **Zwiększenie wydatków**

Pozycja ta obejmuje wydatki na inwestycje odtworzeniowe, które w większości będą obejmować wymianę parku maszynowego.

Do obliczenia wartości dochodowej przedsiębiorstwa przyjęto stopę dyskontową na poziomie 16%. Jej wysokość wynika z ryzyka związanego

z prowadzoną przez przedsiębiorstwo działalnością oraz jest odzwierciedleniem rynkowych stop dyskontowych, których wartość można obliczyć na podstawie przeprowadzonych transakcji.

### 3.3.2. Obliczenie wartości przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych

Przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych zastosowano następującą formułę:

$$W(DCF) = \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{RV}{(1+r)^n}$$

gdzie:

W(DCF) = wartość przedsiębiorstwa,

CF<sub>i</sub> = oczekiwany wynik finansowy w kolejnych latach projekcji (CF<sub>1</sub>, CF<sub>2</sub>, ...CF<sub>i</sub>, CF<sub>n</sub>),

RV = wartość rezydualna,

N = ostatni rok projekcji,

R = stopa dyskontowa.

Procedurę i wyniki obliczeń wartości dochodowej przedsiębiorstwa przedstawiono w załączniku na końcu opracowania.

**Wartość przedsiębiorstwa określona na dzień 31.12.2021 r. metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych wynosi:**

$$W_w = 1.793,5 \text{ tys. zł}$$

(słownie: milion siedemset dziewięćdziesiąt trzy tysiące pięćset złotych)

## 4. PODSUMOWANIE ZBIORCZE ZESTAWIENIE WYNIKÓW WYCENY

*Ostatecznie wyniki przeprowadzonej wyceny przedstawia poniższe zestawienie:*

**Wartość księgowa przedsiębiorstwa na dzień 31.12.2021 r.**

$$\text{wnosi: } 3.660.4 \text{ tys. zł}$$

(słownie: trzy miliony sześćset sześćdziesiąt tysięcy czterysta złotych)

**Wartość przedsiębiorstwa ustalona metodą aktywów netto przy wycenie środków trwałych metodą inwestycyjną na dzień 31.12.2021 r.**

**wnosi 3.723 tys. zł**

(słownie: trzy miliony siedemset dwadzieścia trzy tysiące złotych)

**Wartość przedsiębiorstwa określona metodą dochodową (DCF) na dzień 31.12.2021 r.**

**$W_w = 1.793.5$  tys. zł**

(słownie: milion siedemset dziewięćdziesiąt trzy tysiące pięćset złotych)

Rynek kapitałowy i dóbr inwestycyjnych jest w Polsce w dalszym ciągu w stadium początkowym. Niewielka jest ilość przedsiębiorstw objęta giełdowym obrotem akcji. Sama giełda wykazuje bardzo duże rozchwianie notowań kursów i tendencji. Po trwającym kilka miesięcy stanie wzrostu i euforii wystąpiły spadki kursów akcji niekiedy w pobliżu granicy krachu giełdowego. Obrót pozagiełdowy rządzi się innymi prawami. Sprzedawane lub prywatyzowane przedsiębiorstwa znajdują się w bardzo zróżnicowanej sytuacji marketingowej i finansowej. Negocjowane ceny sprzedaży są często łączone z warunkami takimi jak zobowiązania inwestycyjne, zobowiązania specjalne czy poziom zatrudnienia. Uzyskiwane ceny są przeważnie niższe od wartości wycen.

Czynniki te powodują, że określenie przedziału realnej wartości przedsiębiorstwa o tak dużym zróżnicowaniu wycen dokonanych różnymi metodami jest szczególnie trudne. W tej sytuacji uzyskane wyniki wyceny mogą być traktowane tylko jako materiał informacyjny.

Wycenę przedsiębiorstwa w lutym 2022 roku sporządzili:

**Załączniki**

1. Lista środków trwałych objętych wyceną.
2. Wycena majątku trwałego grupy I-VIII metodą inwestycyjną.
3. Wycena przedsiębiorstw metodą zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych przedsiębiorstwa.



Tabela 10

## Wycena środków trwałych grupy I

Lp.	Nr inwentarzewy	Budynek	Rok budowy	Pow. zabudowy. (m2)	Pow. użytkowa. (m2)	Kubatura (m3)	Stawka czynszu (zł)	Czynsz roczny (zł.)	Koszty utrzymania (zł.)	Dochód z czynszu (zł.)	Współczynnik wypięnienia (%)	Dochód skapitalizowany (zł.)
1	100-101	Warsztaty remontowe	1955	393,0	322,0	1 552,0	6,0	23184,0	9 273,6	13910,4	80%	83 122,4
2	102-123	Budynek produkcyjny	1974	7217,0	7120,0	44510,0	8,0	683 520,0	273 408,0	410 112,0	80%	2 450 646,8
3	103-120	Kotłownia	1964	447,0	3 124,0	3150,0	2,0	74 976,0	29 990,4	44 985,6	80%	268813,9
4	105-122	Stacja transformatorowa	1964	92,0	74,0	425,0	1,0	888,0	355,2	532,8	80%	3183,8
5	124-107	Budynek bufetu	1952	221,0	193,0	1 332,0	7,0	16212,0	6 484,8	97 27,02	80%	58 125,4
6	130-108	Budynek magazynowy	1952	314,0	273,0	1 393,0	7,0	22 932,0	9 172,8	13759,2	80%	82218,9
7	135-129	Magazyn mat. łatwopalne	1974	52,0	30,4	146,0	1,0	364,8	145,9	218,9	80%	1 307,9
8	144-109	Budynek biurowy	1952	393,0	668,0	3 330,0	12,0	96 192,0	38 476,8	57715,2	80%	344 880,3
9	151-110	Przedszkole ul. Rozłogi	1953	620,0	663,0	1 982,0	8,0	63 648,0	25 459,2	38 188,8	80%	228 199,3
10	195-126	Portiernia z wagą sam.	1973	88,0	67,0	293,0	2,0	1 608,0	643,2	964,8	80%	5 765,2
11	198-124	Budynek zespolony	1974	248,0	203,0	905,0	6,0	14616,0	5 846,4	8 769,6	80%	52 403,2
12	198-127	Wiata remontowa	1974	60,0	57,0		2,0	1 368,0	547,2	820,8	80%	4 904,7
13	198-128	Wiata wolnostojąca	1974	200,0	194,0	840,0	2,0	456,0	1 862,4	2 793,6	80%	16693,3
14	190-130	Wiata dobudowana	1981	87,5	83,0	252,0	5,0	4 980,0	1 992,0	2 988,0	80%	17855,0
		Ogółem		10432,5	13071,4	60110,0						3618120,0

Tabela 11

### Wycena Środków Trwałych Grupy IV-VIII należących do: metodą inwestycyjną:

Grupa środków trwałych	Stopień umorzenia	Wartość brutto	Wartość umorzenia	Wartość netto	Średnia stawka amortyzacji	Amortyzacja a	Zysk netto	Dochód z czynszu brutto	Dochód kapitalizowany
Grupa III									
Częściowo umorzone	0-30%	2930	0	2930	5,0%	147	88	234	1390
Częściowo umorzone	30-70%	0	0	0	5,0%	0	0	0	0
Częściowo umorzone	70-99%	0	0	0	5,0%	0	0	0	0
Umorzone łącznie	100%	3	3	0	5,0%	0	0	0	0
<i>RAZEM</i>									1390
Grupa IV									
Częściowo umorzone	0-30%	11931	2461	9470	18,6%	2222	1333	3555	11 641
Częściowo umorzone	30-70%	7119	2481	4638	18,6%	1326	530	1856	4169
Częściowo umorzone	70-99%	1900	1564	336	18,6%	354	71	425	682
Umorzone łącznie	100%	17386	17386	0	18,6%	0	2429	2429	2094
<i>RAZEM</i>									18585
Grupa V									
Częściowo umorzone	0-30%	3500	441	3059	10,0%	350	210	560	2262
Częściowo umorzone	30-70%	738445	333109	405336	10,0%	73844	29538	103382	338504
Częściowo umorzone	70-99%	853999	682635	171364	10,0%	85400	17080	102480	164504
Umorzone łącznie	100%	976442	976442	0	10,0%	0	73233	73233	63132
<i>RAZEM</i>									586 401
Grupa VI									
Częściowo umorzone	0-30%	4132	71	4061	10,0%	413	248	661	2670
Częściowo umorzone	30-70%	5660	2202	3458	10,0%	566	226	792	2595
Częściowo umorzone	70-99%	25444	22410	3048	10,0%	2544	509	3053	4901
Umorzone łącznie	100%	12472	12472	0	10,0%	0	935	935	806
<i>RAZEM</i>									10972
Grupa VII									
Częściowo umorzone	30-70%	66279	26511	39767	14,0%	9279	3712	12991	56426
Częściowo umorzone	70-99%	0	0	0	14,0%	0	0	0	0
Umorzone łącznie	100%	27970	27970	0	14,0%	0	2937	2937	2532
<i>RAZEM</i>									58958
Grupa VIII									
Częściowo umorzone	r 0-30%	5903	1392	4511	17,0%	1004	602		5916
Częściowo umorzone	30-70%	1004	351	653	17,0%	171	68	1606	669
Częściowo umorzone	70-99%	0	0	0	17,0%	0	0	239	0
Umorzone łącznie	100%	26284	26284	0	17,0%	0	3351	0	2889
<i>RAZEM</i>								3351	9474
Ogółem grupy IV-VIII									666391

Tabela 12

## Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową DCF

Wycena przedsiębiorstwa metodą dochodową DCF

Lp.	Wyszczególnienie	Wykonanie	Okres obliczeniowy					Wartość pozostała
			2021	2022	2023	2024	2025	
1	PRZYCHÓD OGÓLEM	7557,1	7909,0	8066,0	8224,0	8388,5	8556,2	
2	– ze sprzedaży wyrobów i usług	7214,9	7550,0	7700,0	7850,0	8007,0	8167,1	
3	– ze sprzedaży towarów	270,6	280,0	285,0	290,0	295,8	301,7	
4	– przychody operacyjne	57,8	65,0	67,0	69,0	70,4	71,8	
5	– pozostałe przychody	13,8	14,0	14,0	15,0	15,3	15,6	
6	koszty wg rodzaju	7119,6	7432,0	7580,0	7728,0	7762,5	7861,1	
7	– amortyzacja	260,2	268,0	272,0	274,0	275,4	276,7	
8	– materiały i energia	3429,2	3463,5	3798,1	3533,1	3568,4	3604,1	
9	– usługi obce	393,8	399,7	405,7	411,08	418,0	424,2	
10	– piece z narzutami	2885,1	2928,4	2972,3	3016,9	3062,1	3708,1	
11	– podatki i opłaty	151,3	152,1	152,8	153,6	154,3	155,1	
12	koszty finansowe	259,6	240,0	190,0	140,0	89,6	89,6	
13	wartość towarów w cenie zakupu	0,0	266,0	271,0	276,0	284,3	292,8	
14	obciążenia przychodów	81,7	60,0	62,0	64,0	0,0	0,0	
15	koszty uzyskania pozostałych przychodów	10,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
16	KOSZTY WŁASNE	7471,7	7732,0	7832,0	7932,0	7852,1	7950,7	
17	<i>zmiana stanu produktów</i>	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
18	KOSZTY UZYSKANIA PRZYCHODÓW	7471,2	7732,0	7832,0	7932,0	7852,1	7950,07	
19	saldo zysków i strat nadzwyczajnych	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
20	ZYSK BRUTTO	85,9	177,0	234,0	292,0	536,4	605,6	
21	podatek dochodowy	54,2	64,0	80,0	93,0	171,6	193,8	
22	inne obowiązkowe odpisy	69,8	70,0	76,0	82,0	93,0	105,0	
23	ZYSK NETTO	-38,1	43,0	78,0	117,0	271,7	306,8	
24	ZWIĘKSZENIE WYDATKÓW	41,0	260,0	300,0	170,0	100,0	200,0	
25	– inwestycje	41,0	50,0	60,0	70,0	100,0	200,0	
26	– spłata kredytów	0,0	210,0	240,0	100,0	0,0	0,0	
27	ZWIĘKSZENIE WPŁYWÓW	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
28	– kredyty i pożyczki	270,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
29	WPŁYWY OGÓLEM	7557,1	7909,0	8066,0	8224,0	8388,5	8556,2	
30	WYDATKI OGÓLEM	7376,0	7858,0	8016,0	8003,0	7941,4	8172,7	
31	WPŁYW NETTO	181,1	51,0	50,0	221,0	447,1	383,5	2397,1
32	Współczynnik dyskontowy	r=16%	0,8621	0,7432	0,6407	0,5523	0,4761	0,461
33	ZDYSKONTOWANE WPŁYWY NETTO		44,0	37,2	141,6	246,9	182,6	1141,3
WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA OBLICZONA METODĄ DCF								1793,5

## ZAKOŃCZENIE

Wycena przedsiębiorstw jako pomiar ekonomiczny znalazł poczesne miejsce w bogato opracowanej literaturze przedmiotu. Proces ten ulega ciągłym zmianom i ewolucji, a zachodzące zmiany w podejściach wyceny przedsiębiorstw wynikają z szeregu przesłanek. Najważniejsze czynniki kształtujące zmiany w podejściach do wyceny przedsiębiorstw w Polsce wynikają przede wszystkim ze zwiększonego znaczenia tego procesu w gospodarce oraz rozwoju standardów na rynku krajowym i europejskim. Ponadto proces zmiany gospodarki z centralnie planowanej na rynkową powodował wiele zmian na rynku funkcjonowania przedsiębiorstw, a tym samym zapoczątkował większe zapotrzebowanie na wycenę, które pojawiło się w większości operacji finansowych.

Najbardziej popularnymi podejściami wyceny przedsiębiorstw w środowisku akademickim są metody majątkowe i dochodowe. Popularność metod majątkowych wynika z oparcia wyliczeń na bilansie majątkowym. Grupa tych metod nie w pełni odzwierciedla jednak potrzeby rynku, ponieważ nie uwzględniają one zarówno składników niematerialnych jak i możliwości dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych. Stąd też zyskują one największe zainteresowanie w przypadku likwidacji i sprzedaży przedsiębiorstwa.

Zdecydowanie większym zainteresowaniem w praktyce oraz środowisku akademickim cieszą się metody dochodowe, w tym szczególnie metoda DCF. Dużą zaletą tej metody jest możliwość dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, co pozwala na wyliczenie spodziewanych w przyszłości przychodów, kosztów i innych wielkości ekonomicznych. Należy jednak zaznaczyć, że metody te oparte na dyskontowaniu przyszłych przepływów pieniężnych charakteryzują się stosunkowo dużym subiektywizmem i nieprecyzyjnością oceny, ponieważ osoba wyceniająca nie jest w stanie w sposób dokładny przewidzieć przyszłej sytuacji na rynku, zmiany koniunktury i siły nabywczej klientów. Można przypuszczać, że metody dochodowe będą cieszyć się długo uznaniem ze względu na potrzebę ich stosowania niemal w każdej opcji sprzedaży i kupna składników majątkowych przedsiębiorstw oraz ze względu na dynamicznie rozwijające się procesy inwestycyjne w naszej gospodarce.

Największym utrudnieniem w procesie wyceny przedsiębiorstw jest wycena aktywów niematerialnych. Jednak zarówno ze strony praktyki jak i nauki można zaobserwować coraz większy nacisk kładziony na poszukiwanie skutecznych mierników oceny tych wielkości. Dzieje się tak dlatego, że tradycyjnie rozumiana wartość przedsiębiorstwa wynikająca z wyliczeń bilansu

majątkowego nie w pełni odzwierciedla niematerialne wartości przedsiębiorstwa. W praktyce w budowaniu wartości przedsiębiorstwa na rynku w coraz większym zakresie uczestniczy klient i dlatego istnieje coraz większe zainteresowanie rozwojem koncepcji zarządzania przez wartość.

Bogata literatura przedmiotu z zakresu metod wyceny przedsiębiorstw nie w pełni przedstawia jednak sposoby przeprowadzenia wyliczeń. Autorzy mają nadzieję, że to opracowanie chociaż w małym zakresie wypełni lukę w literaturze. Istniejący brak stanu wiedzy z zakresu praktyki wyceny przedsiębiorstw w Polsce oraz zmieniające się uwarunkowania funkcjonowania przedsiębiorstw stanowią potrzebę poszukiwania nowych i bardziej precyzyjnych mierników uwzględniających nie tylko czynniki majątkowe ale i rynkowe oraz ich upowszechnianie w praktyce gospodarczej i środowisku akademickim.

## Bibliografia:

1. Bachman D., 2006. *Procesowe zarządzanie przedsiębiorstwem* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
2. Bednarski L. 2001. *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. PWE, Warszawa.
3. Bieliński J., 2004. *Wartość firmy a sektorowa atrakcyjność alokacji kapitałowej* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
4. Bień, W. 2000. *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*. Difin, Warszawa.
5. Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., Kulczycki M., 2002. *Metody i systemy wyceny przedsiębiorstw*. TWIGGER, Warszawa.
6. Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., 1998. *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*. Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków.
7. Bórawski P., 2008. *Ocena składników bilansu majątkowego przedsiębiorstw na przykładzie województwa warmińsko-mazurskiego*. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej* nr 64, Warszawa.
8. Chlipa P., 2004. *Kapitał intelektualny a marketing* (w:) Garbarski L. (red.) *Kontrowersje wokół marketingu w Polsce – tożsamość, etyka, przyszłość*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Warszawa.
9. Czekaj J., Dresler Z., 2001. *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw Podstawy teorii*. Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa.
10. Dębniwska M., Tkaczuk M., 1997. *Finanse przedsiębiorstw rolnych*. Wydaw. ART. Olsztyn, Olsztyn.
11. Dębniwski G., Pałach H., Zakrzewski W., 2001. *Mikroekonomia*. Wydaw. UWM Olsztyn, Olsztyn.
12. Dobiegała-Korona B., Doligalski T., 2004. *Wartość klientów jako przesłanka alokacji kapitału* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
13. Dobiegała-Korona B., 2006. *Klient kapitałem przedsiębiorstwa* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
14. Doligalski T., 2006. *Wartość portfela klientów – aspekt teoretyczny* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.

15. Dubycz T., Szymański P., 2003. *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy – SVA* (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
16. Duraj J., 2003. *Wartość firmy w kontekście zmian kultury organizacyjnej przedsiębiorstwa* (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
17. Dziawgo E., 2004. *Powiązanie alokacji kapitału z wynikami-metoda analizy wartości dla akcjonariuszy* (w:) Bielinski J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
18. Fierla A., 2008. *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
19. Figiel z., Kozłowski W., Pilarski S., 2001. *Marketing w agrobiznesie*. Wydaw. UWM Olsztyn, Olsztyn.
20. Frąckowiak W., 1998. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Praca zbiorowa. PWE, Warszawa.
21. Fukuyama F., 1997. *Zaufanie: kapitał społeczny a droga do dobrobytu*, przekł. z ang. Anna i Leszek Śliwa. wyd. PWN. Warszawa/Wrocław.
22. Gasza R., Kalinowski S., Mizerka J., Skowroński A., 1997. *Finanse przedsiębiorstwa w przykładach i zadaniach*. Wydawnictwo AKADEMIA, Poznań.
23. Gawron H., 1998. *Inwestycje* (w:) Piasecki B. (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź.
24. Gierusz B., 1998. *Podręcznik samodzielnej nauki księgowania*. Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk.
25. Górski J., 1975. *Metody poznawcze rachunkowości*. PWE, Warszawa.
26. Herman A., 2006. *Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
27. Hopfer A., Źródek R., Źródek S., 2001. *Szacowanie nieruchomości podejściem dochodowym procedury porównawcze*. TWIGGER, Warszawa.
28. Janusz T., Stos D., 2002. *Wybrane aspekty bilansowego ujęcia aktywów i pasywów* (w:) Duraj J. (red.) *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*. Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock.
29. Jaki A., 2008. *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*. Wolters Kluwer Polska sp. zo.o., Kraków.
30. Jaki A., 2004. *Wycena przedsiębiorstwa przesłanki, procedury, metody*. Oficyna Ekonomiczna, Kraków.

31. Jarugowa A., Kopczyńska L., 1998. *Rachunkowość i podatki* (w:) Piasecki B. (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź.
32. Kamela-Sowińska A., 1996. *Wartość firmy*. PWE, Warszawa.
33. Kapa-Klejna K. 2002. *Wartość dla klienta jako podstawa tworzenia wartości przedsiębiorstwa* (w:) Duraj J (red.) *Wartość przedsiębiorstwa z teorii i praktyki zarządzania*. Wydawnictwo Naukowe Novum sp. z.o.o., Płock-Łódź.
34. Kaplan R. S., Norton D., P. 2001. *Strategiczna karta wyników Jak przełożyć strategię na działanie*. Tłumaczenie: Krzysztof Pniewski, Alicja Jaruga, Mariusz Polakowski, Przemysław Kabalski. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
35. Kasiewicz S., 2003. *Orientacja jakościowa a zarządzanie wartościami przedsiębiorstwa* (w:) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
36. Kasiewicz S., 2004. *Konkurencyjność banków a zarządzanie wartościami* (w:) Bielinski J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
37. Konieczny Z., Mikołajczyk B., 1998. *Finanse* (w:) Piasecki B. (red.) *Ekonomika i zarządzanie małą firmą*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Łódź.
38. Kołczyński J., 2005. *Zarządzanie relacjami z klientami na przykładzie banku* (w:) Szablewski A., Tuzimek R. (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Poltex, Warszawa.
39. Kotler Ph., 1994. *Marketing (analiza, planowanie, wdrażanie i kontrola)*. Wydaw. Gebethner&Ska, Northwestern University.
40. Kozarkiewicz-Chlebowska A., 2004. *Wartość strategiczna w ocenie projektów inwestycyjnych*. (w:) Bielinski J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
41. Krysiak Z., 2004. *Zastosowanie opcyjnego modelu wyceny firmy w pomiarze efektywności* (w:) Bielinski J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
42. Krysiak Z., 2006. *Modelowanie i kreowanie wzrostu wartości firmy* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
43. Kucharska-Stasiak E. (red.), 1998. *Leksykon rzeczoznawcy majątkowego*. Polska Fundacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa.
44. Kufel M., 1992. *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Wydaw. Park, Bielsko-Biała.



45. Mauboussin M., J., 2000. *Get Real. Using Real Options in Security Analysis. Raport CSFBC*; T. Jajuga, *Podjęmowanie decyzji inwestycyjnych w warunkach ryzyka* (w:) Pluta W (red.) *Budżetowanie kapitałów*. PWE, Warszawa.
46. Marcinkowska M., 2006. *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
47. Melich M., 2007. *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw* (w:) Szablewski A., Tuzimek R. (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Poltext, Warszawa.
48. Melich M., Tuzimek R., 2006. *Metoda porównawcza* (w:) Panfil M., Szablewski A. (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*. Poltex, Warszawa.
49. Michalski G., 2004. *Analiza i ocena sytuacji finansowej MSP*. (w:) Pluta W (red.): *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*. PWE, Warszawa.
50. Nowak M., 2000. *Praktyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa – Metody i ograniczenia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
51. Podszywałow A., 2006. *Wartości niematerialne i prawne* (w:) Panfil M., Szablewski A. (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*. Poltex, Warszawa.
52. Panfil M., 2006. *Wprowadzenie do wyceny spółek* (w:) Panfil M., Szablewski A., (red.) *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*. Poltex, Warszawa.
53. Panfil M., Szablewski A., 2006. *Metody wyceny spółki perspektywa klienta i inwestora*. Poltex, Warszawa.
54. Papiernik-Wojdera M., 2003. *Wycena należności dla potrzeb szacowania wartości przedsiębiorstwa* (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
55. Pawłowicz L., 2006. *Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstwa metodą podnoszenia jego wartości* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
56. Payne A., 1996. *Marketing usług*. PWE, Warszawa.
57. Razgaitis R., 2003. *Dealmaking using Real options and Monte Carlo analysis*. John Wiley&Sons, New York.
58. *Rocznika Statystycznego województwa warmińsko-mazurskiego 2007*.

59. Różański J., 2004. *Warunki efektywnego zastosowania kapitału w inwestycjach przedsiębiorstw zagranicznych* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
60. Rudny W., 2004. *Wykorzystanie opcji realnych do oceny projektów inwestycyjnych przedsiębiorstwa* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
61. Sierpińska M., Wędzki D., 2001. *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
62. Sierpińska M., Jachna T., 2000. *Ocena Przedsiębiorstwa Według Standardów Światowych*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
63. Szczepankowski P., 2007. *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
64. Smith G., V., Parr R., L., 1994. *Valuation of Intellectual Property nad Intangible Assets*. Second Edition, New York.
65. Sobolewska S., 2006. *Zarządzanie wiedzą o kliencie źródłem wartości przedsiębiorstwa* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
66. Szymura-Tyc. *Ewolucja modelu przewagi konkurencyjnej a wartość firmy*. [http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4\\_full.html](http://www.zti.com.pl/instytut/pp/referaty/ref4_full.html)
67. Śliwiński P., 2003. *Sprawność działania pionu sprzedaży a wartość przedsiębiorstwa – kilka refleksji praktyka zarządzania*. (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
68. Świdarska G., K., 2006. *Nowoczesna rachunkowość zarządcza jako źródło informacji do zarządzania wartością przedsiębiorstwa* (w:) Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*. Difin, Warszawa.
69. Tokaj-Krzewka A., 2007. *Wycena wartości niematerialnych i prawnych* (w:) Szablewski A., Tuzimek R. (red.) *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Poltex, Warszawa.
70. Torbacka M., Torbacki W., 2007. *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem logistycznym przy pomocy Balanced Scorecard*. Logistyka 2, Warszawa.
71. Walińska E., Urbanek P., 2004. *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa – miara tylko księgowa czy nośnik wartości dla inwestora* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.

72. Waśniewski T., Skoczylas W., 2004. *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
73. Waśniewski T., Skoczylas D., 1996. *Analiza wspomaganie finansowego* (w:) Bednarki L., Waśniewski T (red). *Analiza finansowa w zarządzaniu przedsiębiorstwem*. Fundacja na Rzecz Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
74. Wąchol J., 2004. *Wartość przedsiębiorstwa w aspekcie rozwoju zrównoważonego i trwałego oraz procesów globalizacji* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
75. Wisniewski A., 1995. *Marketing*. Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne S. A., Warszawa.
76. Włoszczowski B., 2004. *Koszt kapitału jako kryterium efektywności decyzji alokacyjnych* (w:) Bieliński J. (red.) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*. CeDeWu, Warszawa.
77. Wrzosek S., 2003. *Krytyka niektórych mieszanych metod wyceny przedsiębiorstwa* (w:) Duraj J. (red.) *Wartość zbiorowa – z teorii i praktyki zarządzania*. Szkoła Wyższa im. Pawła Włodkowica w Płocku, Płock-Łódź.
78. Zarzecki D. 1999. *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa.

## Akty prawne

1. Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych (art. 19. ust. 1 i ust. 2).
2. Ustawa o rachunkowości z 1994 r, op. cit. Art. 45. ust 3 oraz art. 64 ust 1.
3. Por. 5.1. rozporządzenia RM z 3.06.1997 r. w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecenia, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy (Dz. U. Nr 64 z 1997 roku, poz. 408, ze zm.).
4. Ustawa z 29.09. 1994 roku o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. nr 76, poz. 694).
5. Kodeks cywilny, Księga 1, Tytuł III Mienie, Art. 55.
6. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych Dz. U. Nr 94, poz. 1037.
7. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny Dz. U. Nr 16, poz. 932.
8. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji Art. 1.

## Strony internetowe:

1. Chlipała P., *Wartość dla klienta w działalności usługowej przedsiębiorstw*, [http://www.swiatmarketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id\\_numer=267974](http://www.swiatmarketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id_numer=267974).
2. S. Hucik Gaicka. [http://www.inwestycje.pl/fuzje\\_przejecia/metody\\_wyceny\\_spolki\\_co\\_komu\\_dla\\_kogo\\_\\_\\_cz\\_2\\_;2642;0.html](http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/metody_wyceny_spolki_co_komu_dla_kogo___cz_2_;2642;0.html).
3. [http://pl.wikipedia.org/wiki/Efekt\\_d%C5%BAwigni\\_finansowej](http://pl.wikipedia.org/wiki/Efekt_d%C5%BAwigni_finansowej)".
4. [http://pl.wikipedia.org/wiki/Sprawozdanie\\_finansowe](http://pl.wikipedia.org/wiki/Sprawozdanie_finansowe)".
5. [http://www.findict.pl/academy/rachunkowosc/podstawy\\_rachunkowosci/bilans/aktywa.php](http://www.findict.pl/academy/rachunkowosc/podstawy_rachunkowosci/bilans/aktywa.php).
6. <http://www.skarbiec.biz/rachunkowosc/skonsolidowane.htm>.
7. [http://www.inwestor.edu.pl/merytoryka/analiza\\_wskaznikowa.htm](http://www.inwestor.edu.pl/merytoryka/analiza_wskaznikowa.htm).
8. [http://mfiles.ae.krakow.pl/pl/index.php/Warto%C5%9Bci\\_niematerialne\\_i\\_prawne](http://mfiles.ae.krakow.pl/pl/index.php/Warto%C5%9Bci_niematerialne_i_prawne)
9. D. Zarzecki, Metody wyceny wartości niematerialnych i prawnych <http://www.e-rachunkowosc.pl/arttykul.php?view=404&part=2>

## ODPOWIEDZI DO ZADAŃ

### Zadania 3.5

---

#### Zadanie 2

Rok 2019

$$(20.500 \times 20\% \times 2) : 12 \text{ miesięcy} \times 1 \text{ miesiąc} = 683,33$$

Rok 2020

$$(20.500 - 683,33) \times 20\% \times 2 = 7926,67$$

Rok 2021

$$(20.500 + 5000 - 683,33 - 7926,67) \times 20\% \times 2 = 6756$$

Rok 2022

$$(20.500 + 5000 - 683,33 - 7926,67 - 6756) \times 20\% \times 2 = 4053,6$$

Przechodzimy na liniową amortyzację

Rok 2023

$$5034$$

### Zadania 4.6

---

#### Zadanie 1

$$FV = PV (1 + r)^n = 1000 (1 + 0,07)^5 = 1402,55 \text{ zł}$$

#### Zadanie 2

$$FV = 5000 (1 + 0,08)^{10} = 5000 \times 2,3316 = 11.685,193 \text{ zł}$$

#### Zadanie 3

$$FV = \frac{500}{(1+0,09)^3} = \frac{500}{1,2950} = 386,10 \text{ zł}$$

#### Zadanie 4

$$FV = \frac{250}{(1,17)^3} = \frac{250}{1,6016} = 156,94 \text{ tys. zł}$$

### Zadanie 5

Bank pierwszy  $(1 + 0,15)^{12} - 1 = 5,35 - 1 = 43,5\%$

Bank drugi  $(1 + 0,18)^1 - 1 = 1,18 - 1 = 18\%$

Korzystniej zaciągnąć kredyt w banku drugim.

### Zadanie 6

$$ERSP = 1 + \left(\frac{0,05}{12}\right)^{12} - 1 = 5,15\%$$

### Zadanie 7

Bank 1  $ERSP = 1 + \left(\frac{0,12}{12}\right)^4 - 1 = 11,67\%$

Bank 2  $ERSP = 1 + \left(\frac{0,20}{1+4}\right)^4 - 1 = 21,55\%$

Koszt kredytu niższy jest w banku pierwszym.

### Zadanie 8

#### Rozwiązanie

Lata	Inwestycja 1			Inwestycja 2		
	CF	$\frac{1}{1+0,2}$	$\frac{CF}{1+0,2}$	CF	$\frac{1}{1+0,2}$	$\frac{CF}{1+0,2}$
2018	100	0,8333	83,33	250	0,8333	208,325
2019	200	0,6944	138,88	250	0,6944	173,6
2020	150	0,5786	86,79	250	0,5786	144,65
2021	200	0,4822	96,44	200	0,4822	96,44
2022	200	0,4018	80,36	200	0,4018	80,36
X	850	X	485,8	1150	X	703,375

W inwestycji A

$$485,8 - 500 = -14,2$$

W inwestycji B

$$703,375 - 590 = 113,375$$

Stopa inwestycji jest wyższa od realnej stopy w inwestycji B. Projekt ten należy wybrać.

## Zadania 5.6

### Zadania 1

$DIV_1 = \text{div} \times EAT_{2008} = 20\% \times 75\,000 \text{ tys. zł} = 15\,000 \text{ tys. zł}$ .

$$g = \sqrt[4]{\frac{65000}{61500} \times \frac{68000}{65000} \times \frac{71500}{68000} \times \frac{75000}{71500}} - 1 = 5,1\%$$

$re = R_f + B \times R_p = 3,60 + 1,40 \times 7,5\% = 3,60 + 10,01 = 13,61\%$

Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa wyliczamy modelem zdyskontowanych dywidend.

$$Ve = \frac{DIV_1}{re - g} = \frac{15000}{3,61 - 5,1} = \frac{15000}{8,51} = 176263$$

Wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa X wynosi 176 263, a współczynnik P/E =  $(176\,263 / 75\,000) = 2,35$

## Zadania 6.4.

### Zadanie 1

$$\frac{P}{E} = \frac{0,20 \times (1 + 0,03)}{0,1251 - 0,03} = \frac{0,20 \times 1,03}{0,0951} = 2,17$$

### Zadanie 2

$$\frac{EV}{FCFF} = 4,103$$

Wartość spółki  $4,103 \times 5 = 20,51 \text{ mln zł}$ .

$$\frac{EV}{EBIT} = 4,103 \times (1 - 0,21) = 4,103 \times 0,79 = 3,241$$

Wartość spółki zostanie oszacowana przy wykorzystaniu mnożnika EV/EBIT $3,241 \times 7 = 22,687$  mln.

### Zadanie 3

$$Va = 1 \times \frac{1}{0,2} = 5 \text{ mln}$$

### Zadanie 4

$$V_o = \frac{20}{(1 + 0,05)^1} + \frac{200}{(1 + 0,05)^1} = 19,05 + 190,5 = 209,52$$

### Zadania 7.6

---

#### Zadanie 1

Aktywa netto – 146

Wartość goodwill –  $3 \times 20 = 60$

Wartość przedsiębiorstwa  $146+60 = 206$

#### Zadanie 2

$$WP = \frac{252 + (37,8 \times 25)}{1 + (0,15 \times 37,8)} = \frac{252 + 945}{6,67} = \frac{1197}{6,67} = 179,46$$