

Piotr Szymański

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

ZASTOSOWANIE METOD DOCHODOWYCH W STANDARDACH WYCENY BIZNESOWEJ (WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW I KAPITAŁU WŁASNEGO)

Streszczenie: W artykule zaprezentowano problem zastosowania metod dochodowych z punktu widzenia celu wyceny biznesowej i standardów wartości. Metoda dochodowa, której źródła upatruje się średniowiecznych pracach, jest obecnie jedną z dwóch najpopularniejszych metod wyceny biznesowej. Brak regulacji w Polsce w zakresie relacji pomiędzy standardami wartości, celami wyceny i metodami wyceny powoduje szereg komplikacji w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw, w przypadku konfliktu między właścicielami przedsiębiorstw, w przypadku naruszania praw akcjonariuszy mniejszościowych oraz w innych sytuacjach, gdzie wycena biznesowa jest niezbędna.

Słowa kluczowe: standard wyceny, wycena przedsiębiorstw, metoda dochodowa, cele wyceny, standardy wartości.

1. Wstęp

Obecnie jedno słowo przykuwa uwagę – „kryzys”. Kryzys na rynkach finansowych, światowy kryzys w globalnej gospodarce, każdy dzień dostarcza nowych informacji o kolejnych ofiarach kryzysu. Sporo przedsiębiorstw doświadcza spadku popytu oraz trudności związanych z pozyskaniem obcych źródeł finansowania, co prowadzi do kłopotów z płynnością i może skutkować bankructwem. Wiele z tych przedsiębiorstw jeszcze pół roku temu było bardzo dobrze postrzeganych przez inwestorów, a dziś ich wartość rynkowa jest mniejsza o kilkadziesiąt procent. Jedną z nielicznych branż, która będzie rozkwiatać w najbliższym czasie, jest windykacja należności. Katharsis, jakie przechodzi obecnie świat biznesu, prawdopodobnie wpłynie na wiele dziedzin nauki, szczególnie zaś na ekonomię oraz na dotychczasowe spojrzenie na wycenę przedsiębiorstw i wzbogaci je w tym zakresie.

Jednym z obszarów, który wymaga krytycznego spojrzenia, jest wycena biznesowa. Problem wyceny przedsiębiorstw i wyceny kapitałów własnych, doboru metod, procedur wyceny jest istotny, wybór bowiem określonych rozwiązań ma decydujące znaczenie dla procesów prywatyzacji, przekształceń formy prawno-organizacyjnej,

ułatwia zawieranie transakcji zakupu, sprzedaży przedsiębiorstwa, jego części lub udziału we własności. Wyceny są podstawą do udzielania rekomendacji dla cen akcji przez analityków giełdowych, co ma znaczenie dla milionów inwestorów. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa lub jego udziałów odgrywa istotną rolę w analizie przedsięwzięć inwestycyjnych, konstrukcji portfeli inwestycyjnych na rynku kapitałowym, ocenie opłacalności fuzji i przejęć, działań restrukturyzacyjnych itp. Wśród najpopularniejszych metod wyceny biznesowej są metody dochodowe utożsamiane z techniką DCF (*discounted cash flow*).

Celem artykułu jest wskazanie, jakie zastosowania mają metody dochodowe z punktu widzenia celów wyceny i standardów wartości na podstawie amerykańskich doświadczeń w zakresie wyceny biznesowej. W polskiej literaturze przyjęło się określenie „wycena przedsiębiorstw”, w artykule przyjęto szersze określenie – „wycena biznesowa”, co jest odwzorowaniem terminu z języka angielskiego *business valuation*, definiowanego przez organizacje standaryzujące jako akt albo proces określania wartości przedsiębiorstwa lub kapitału własnego [*International Glossary...* 2001, s. 2].

2. Historyczne tło metod dochodowych

W metodach dochodowych czy też inaczej nazywanych metodach wyceny według zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) wartość zorganizowanych aktywów ustalona jest w oparciu o przewidywane przepływy pieniężne oraz stopę dyskonta ustalaną na podstawie kosztu zaangażowanego kapitału. Inaczej wartość tę można również zdefiniować jako sumę wartości obecnej przewidywanych przepływów pieniężnych. Korzystanie z metod dochodowych opiera się jednak na pewnych założeniach [*Wycena i zarządzanie...* 2005, s. 204]:

- ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstwa (choć można rozpatrywać przedsiębiorstwo w okresie zamkniętym, korzystając z wartości likwidacyjnej),
- ustalania wartości przedsiębiorstwa na podstawie oceny całościowej,
- ustalania wartości przedsiębiorstwa w typowych warunkach jego funkcjonowania.

Podstawowa formuła obliczania wartości dochodowej jest tożsama z wartością obecną:

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

gdzie: PV – wartość obecna aktywów,
 CF – przepływy pieniężne,
 r – stopa dyskontowa,
 t – czas od 1 do n .

Niemожność określenia przepływów pieniężnych w perspektywie dłuższej niż kilkuletnia spowodowała wprowadzenie do podstawowej formuły wartości resztowej (rezydualnej) [Damodaran 2007, s. 1162]. W efekcie wartość dochodową przedsiębiorstwa można zapisać wzorem:

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n} + SV, \quad (2)$$

gdzie: EV – wartość przedsiębiorstwa,

TV – wartość rezydualna,

SV – wartość rynkowa zbywalnych papierów wartościowych i pozostałych aktywów nieoperacyjnych.

Biorąc pod uwagę różnice metodyczne, można wyodrębnić wiele odmian metod dochodowych ze względu np. na czas projekcji, sposób dyskontowania, wartość rezydualną. Jeden z najbardziej popularnych podręczników *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* autorstwa S.P. Pratta i A.V. Niculity wyróżnia dwie metody dochodowe (tab. 1), które znajdują zastosowanie w wycenie biznesowej metodą DFEIM (*discounted future economic income method*) i CEIM (*capitalized economic income method*) [Pratt, Niculita 2008, s. 174-259].

Tabela 1. Metody dochodowe wyceny biznesowej

Metoda DFEIM – polega na określeniu przewidywanych przepływów pieniężnych netto dla dostarczycieli kapitału (*net cash flow to invested capital*) oraz wartości resztowej przedsiębiorstwa po okresie objętym prognozowaniem odpowiadającej rencie wieczystej lub wartości likwidacyjnej. Następnie tak ustalone wartości doprowadzane są do wartości obecnej za pomocą stopy dyskonta odpowiadającej średniemu ważonemu kosztowi kapitału – WACC. Po zsumowaniu zdyskontowanych przepływów netto i wartości resztowej uzyskujemy wartość przedsiębiorstwa, a po skorygowaniu o wartość długu otrzymujemy wartość kapitału własnego.

Metoda CEIM – Metoda wykorzystuje te same parametry co **metoda zdyskontowanych przyszłych ekonomicznych dochodów**, w przeciwieństwie do wcześniejszej metody przewiduje stałe tempo zmian przyszłych przepływów pieniężnych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Pratt, Niculita 2008, s.173-260].

Metody dochodowe mają długą tradycję, za podwalinę dla dzisiejszych metod uznaje się *Liber Abaci* – dzieło włoskiego matematyka Leonarda z Pizy z 1202 r. Źródła DCF upatruje się również w tabelach stóp zwrotu, które do XVI w. istniały jedynie w formie manuskryptów, ściśle chronionych głównie ze względu na obowiązujące wówczas prawo kościelne zakazujące lichwy. Jeden z wcześniejszych manuskryptów z ok. 1340 r. zawierający stopy zwrotu opracował F. Balducci Pegolotti. Manuskrypt był też częścią większej pracy *Practica Della Mercatura*. Po raz pierwszy stopy zwrotu zostały wydrukowane w dwóch wielkich centrach finansowych Zachodniej Europy w Lyonie (1558 r.) i Antwerpii (1582 r.). W załączniku do *Tables of Interest*, pierwszej książki sławnego duńskiego matematyka, naukowca i inżyniera

S. Stevina, znalazły się wskazówki, jak wykorzystać wartość obecną do określenia warunków pożyczki. Powyższe prace stanowiły podwaliny dla późniejszych XVII-wiecznych prac: P. de Fermata, B. Pascala, Ch. Huygensa, J. Witte i E. Halleya (który wykorzystał rejestry zgonów we Wrocławiu w latach 1687-1691 do skonstruowania pierwszych tabel służących do obliczania śmiertelności), wykorzystywanych w ówczesnej bankowości, inwestycjach i ubezpieczeniach. W późniejszych latach wielu autorów (Ch. Ingall, H. Johnson, J.M. Price, I. Fisher) zajmowało się problematyką, która następnie została zdefiniowana jako *marginal efficiency of capital* lub *internal rate of return*. Elementy wykorzystywane dziś w metodzie DCF nie były stosowane w niefinansowych przedsięwzięciach inwestycyjnych aż do XIX wieku. Jednym z powodów były trudności w prognozowaniu przepływów pieniężnych, a także relatywnie mały rozmiar tego typu inwestycji. Dopiero inwestycje w kolej i kopalnie sprawiły, że narzędzia wykorzystywane w inwestycjach finansowych zostały zaadoptowane do inwestycji rzeczowych. Znalazło to odzwierciedlenie w pracach A.M. Wellingtona (1887 r.) i H.D. Hoskolda (1877 r.). Wartość terażniejsza, obecna, dyskontowanie (*present value approach*) zostały także wykorzystane w 1914 r. przez W.O. Pennella przy ocenie inwestycji w zakresie telekomunikacji. W kolejnych latach istotny wkład w tym zakresie wnieśli J.H. Van Deventer, O.B. Goldman, J.C.L. Fish, E.L. Grant, A. Marshall, A. Böhm-Bawerk, K. Wicksell, I. Fisher (*The Rate of Interest*, 1907; *The Theory of Interest*, 1930). Następnie duży wkład do wartości obecnej oraz DCF wnieśli wspólnie K. Boulding i J.M. Keynes, polemizując z P. Samuelsonem na łamach „The Quarterly Journal of Economics” w 1937 r., oraz J.B. Williams w *The Theory of Investment Value* w 1938 r. Pierwsze zastosowanie wartości obecnej odnotowano w South African Mining Industry Commission of 1907-1908 dla zmierzenia stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w Witwatersrand gold industry. Metoda wartości obecnej została opisana przez R.H. Coase’a w serii artykułów w „The Accountant” w 1938 r., ale znalazła niewielki oddźwięk i dopiero w 1952 r. została dostrzeżona oraz rozpropagowana. W latach 50. XX wieku nastąpił istotny wzrost zainteresowania DCF. Począwszy od tego okresu, znaczny wkład teoretyczny w tę metodę wnieśli F. Lutz, J. Hirshleifer, J.H. Lorie, L.J. Savage, F. Modigliani, M.H. Miller i E. Salomon, natomiast wewnętrzna stopa zwrotu została spopularyzowana przez J. Deana. Metoda DCF długo nie mogła znaleźć akceptacji w praktyce. Według R.H. Parkera główną barierą w aplikacji metody DCF w praktyce byli księgowi i system ich kształcenia. Księgowi w przedsiębiorstwach odgrywali rolę finansowych ekspertów i mieli istotny wpływ na decyzje dotyczące inwestycji. System kształcenia księgowych w tym czasie pomijał wiele ekonomicznych teorii, stąd też dominowało tradycyjne podejście w ocenie inwestycji, opierające się na stopie zwrotu lub okresie zwrotu bazujących na danych ze sprawozdań finansowych. Rekomendacje bazujące na teoriach ekonomicznych były przez wiele lat ignorowane. Tak było do lat 50., kiedy to ekonomiści zaczęli odgrywać istotniejszą rolę jako doradcy biznesowi [Parker 1968, s. 58-71].

Przez ostatnie kilkadziesiąt lat można zaobserwować wyraźną tendencję w kierunku większej formalizacji i klarowności w określaniu wartości. W latach 70. metoda DCF została uznana za najlepszą metodę w wycenie przedsiębiorstw i jedna z jej wersji stała się standardem [Luehrman 1997, s. 132]. Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych znajduje szerokie zastosowanie w procesach wyceny przeprowadzanych w praktyce gospodarczej, np. w Stanach Zjednoczonych ponad 50% spółek będących przedmiotem fuzji i przejęć jest wycenianych za pomocą zdyskontowanych strumieni pieniężnych [Rappaport 1996, s. 18-36, za: Brycz 2007, s. 32; Mercer 2003]. Patrząc na cały rynek wycen biznesowych, widzimy, że metody dochodowe ustępują popularności metodom porównawczym [*Business Enterprises...* 2003, s. 10].

3. Czynniki decydujące o wyborze metod wyceny biznesowej

Żadna pojedyncza metoda wyceny nie jest na tyle uniwersalna, aby można ją było zastosować we wszystkich przypadkach wyceny. Problem, którą metodę należy zastosować w określonych przypadkach, jest kluczową kwestią w wycenie biznesowej. Każda metoda wyceny może być bardziej lub mniej aplikowalna – w zależności od okoliczności i analizy konkretnego przypadku. Nie istnieje jednak precyzyjny przewodnik lub formuła umożliwiająca uniwersalną selekcję metod pod kątem wyboru najbardziej odpowiedniej w danej sytuacji. Nie oznacza to, że w zakresie doboru metod do celu wyceny istnieje pełna swoboda i dowolność. Podejście do tych kwestii jest zróżnicowane. Na dwóch przeciwstawnych biegunach w tym zakresie można umieścić rozwiązania amerykańskie i rozwiązania polskie. Z porównania tego wynika, że w liberalnej gospodarce amerykańskiej jest więcej regulacji w tym zakresie i panuje większy rygorizm w obszarze łączności między metodami wyceny, standardami wartości i celami wyceny niż w naszym kraju, gdzie regulacje są bardzo skromne¹. Na wybór określonej metody wyceny na rynku amerykańskim wpływają statuty przedsiębiorstw, regulacje i precedensy prawne oraz szereg innych czynników (zob. [Pratt, Niculita 2008, s. 473]). W polskich przepisach problem związku między celami wyceny, standardami wartości i metodami wyceny nie jest widoczny. Przykładem mogą być regulacje związane z wyceną przedsiębiorstwa na potrzeby prywatyzacji, które dopuszczają pięć alternatywnych metod wyceny i wymagają jedynie wyboru co najmniej dwóch metod spośród:

- metody opartej na zdyskontowanych przyszłych strumieniach pieniężnych,
- wartości odtworzeniowej,
- rynkowej wartości likwidacyjnej,

¹ Przez regulacje rozumiane są tu zarówno przepisy prawa, wyroki sądowe czy też standardy organizacji zrzeczających ekspertów z zakresu wyceny biznesowej, jak i metodyka prezentowana w literaturze przedmiotu.

- wartości skorygowanej aktywów netto,
- metody opartej na mnożniku zysku².

Zgodnie z tą regulacją firma doradcza ma dużą swobodę w zakresie wyboru metod, choć wybór należy uzasadnić. Wyceny te nie podlegają jednak weryfikacji, opiniowaniu, co do ich merytorycznej poprawności³. W efekcie od wielu lat wraca problem błędnych wycen i opartych na nich decyzji.

Kolejnym przykładem, kiedy to prawodawca bardzo oględnie traktuje kwestię wyceny udziałów, jest Kodeks spółek handlowych. W sytuacjach konfliktowych między udziałowcami np. spółki z o.o. Kodeks spółek handlowych w art. 182 § 4 określa, że „W razie braku porozumienia cenę nabycia i termin jej zapłaty ustala sąd rejestrowy na wniosek współnika lub spółki, po zasięgnięciu, w miarę potrzeby, opinii biegłego”. Sąd tylko może się posiłkować opinią biegłego w określeniu ceny. Przy czym brak jest jakichkolwiek wytycznych w tym względzie. W związku z tym każda decyzja sądu w tej kwestii będzie zgodna z prawem.

Rozwiązania dotyczące wyceny biznesowej zawarte w aktualnych przepisach prawa lepiej by funkcjonowały, gdyby istniał standard wyceny biznesowej. Brak wskazówek w tym zakresie ze strony krajowej literatury utrudnia pracę ekspertów zajmujących się tą problematyką, komplikuje rozliczenia między właścicielami przedsiębiorstw, utrudnia ocenę wiarygodności wycen sporządzanych na potrzeby prywatyzacji przedsiębiorstw i utrwała dość powszechne przekonanie, że wynik każdej wyceny można uzasadnić.

Jednym z najistotniejszych czynników determinujących wybór metody wyceny jest cel wyceny biznesowej. Cel determinuje zastosowanie określonego standardu wartości, co oznacza, że definicja wartości, która jest poszukiwana, jest prawie zawsze pod wpływem celu wyceny [Pratt, Niculita 2008, s. 40-41].

Podstawowy podręcznik z zakresu wyceny biznesowej Pratta i Niculity wskazuje, że poszczególne metody wyceny nie są bezpośrednio związane z celami wyceny. Łącznikiem między celem i metodą wyceny jest standard wartości. Określenie celu wyceny biznesowej determinuje standard wartości, ten natomiast można osiągnąć przy zastosowaniu wybranych metod. Pojęcie standardu wartości można zdefiniować jako rodzaj poszukiwanej wartości [Zarzecki 2005, s. 209]. Z punktu widzenia wyceny biznesowej istotne są następujące standardy wartości:

- **Godziwa wartość rynkowa** – (*fair market value*) – kwota, według której prawa własności mogą być przeniesione pomiędzy skłonny do tego sprzedającym i kupującym, kiedy nie działają pod przymusem i kiedy oboje mają odpowiednią wiedzę zgodną z faktami⁴.

² Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 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 (DzU nr 64, poz. 408).

³ Szerzej o lakoniczności przepisów w tym zakresie pisze U. Malinowska – zob. [Malinowska 2001, s. 281].

⁴ American Society of Appraisers, Business Valuation Standards – Definitions, za: [Pratt, Niculita 2008, s. 42].

- **Wartość inwestycyjna** – (*investment value*) – termin przejęty z terminologii wycen nieruchomości, specyficzna wartość inwestycji dla konkretnego inwestora lub inwestorów, opierająca się na indywidualnych wymaganiach, odróżnia się od wartości rynkowej, która jest odpersonifikowana i bezstronna⁵.
- **Wartość wewnętrzna (fundamentalna)** – (*intrinsic value* lub *fundamental value*) – reprezentuje analityczną ocenę wartości opartą na osądach charakterystycznych dla inwestycji, nie ograniczoną do specyfiki jednego inwestora, lecz raczej do osądu charakterystycznego dla analityka, który interpretuje dane w opozycji do innych analityków [Pratt, Niculita 2008, s. 44].
- **Wartość godziwa** – (*fair value*)
 - 1) oznacza wartość akcji ustaloną niezwłocznie przed wiążącą decyzją korporacji, co do której oponent będący współwłaścicielem wyraża sprzeciw, wykluczając jakąkolwiek aprecjację lub deprecjację antycypującą decyzję korporacji, chyba że wyłączenia te byłyby niesprawiedliwe⁶,
 - 2) jest ceną w uzgodnionej transakcji pomiędzy uczestnikami rynku sprzedaży aktywów lub transferu zobowiązań na rynku, na którym podmioty transakcji chcą dokonać wymiany, przy czym rynek ten jest podstawowy lub najbardziej korzystny dla tych aktywów lub zobowiązań⁷.

W Polsce problematyka standardu wartości była mało widoczna zarówno w literaturze, jak i w praktyce wyceny biznesowej. Jak zauważa Zarzecki, nieuwzględnianie standardu wartości stwarza ryzyko popełnienia poważnych błędów na etapie przyjmowania założeń oraz w fazie interpretowania wyników [Zarzecki 2005, s. 209].

Aby ustalić, jaką metodę należy zastosować w konkretnym celu wyceny, należy określić, jaki standard wartości jest odpowiedni dla wyznaczonego celu. W tab. 2 przedstawiono, jakie, według Pratta i Niculity, standardy wartości i cele wyceny mogą zostać osiągnięte metodami dochodowymi. Spośród przedstawionych standardów wartości metody DFEIM i CEIM mogą określać godziwą wartość rynkową, wartość fundamentalną lub wartość inwestycyjną [Pratt, Niculita 2008, s. 228, 255]. Przypisanie metod wyceny do poszczególnych standardów wartości wynika z teoretycznych analiz poddanych wielokrotnej weryfikacji oraz wielu lat praktycznych doświadczeń, natomiast związki między celami wyceny a standardem wartości powstały w oparciu o regulacje prawne czy też o utarte na gruncie praktycznym doświadczenia potwierdzone wyrokami sądowymi. Zestawienie zawarte w tab. 2 wskazuje, że metodą dochodową możemy wykorzystać do określenia wartości w wielu typowych sytuacjach biznesowych.

Istnieje praktyczna potrzeba opracowania polskiej metodyki w zakresie doboru metod wyceny do standardu wartości oraz celu wyceny. Najprostszym rozwiąza-

⁵ [The Dictionary ... 2002, s. 152, za: Pratt, Niculita 2008, s. 43].

⁶ Oregon Revised Statutes, Section. 60.551(4) za: [Pratt, Niculita, 2008, s. 45].

⁷ SFAS No. 157 – Fair Value Measurements, paragraph 5 za: [Pratt, Niculita 2008, s. 46].

Tabela 2. Zastosowanie metod dochodowych w wycenie biznesowej na rynku amerykańskim

Cele wyceny	Aplikacja standardu wartości
Darowizny, nieruchomości, podatki od spadków i działalności charytatywnej	Godziwa wartość rynkowa
Zakup lub sprzedaż	Godziwa wartość rynkowa lub wartość inwestycyjna
Rozwód małżeński	Brak standardu
Umowa kupna – sprzedaży	Zależna od ustaleń stron
Różnice zdań między właścicielami przedsiębiorstwa	Wartość godziwa (prawie we wszystkich stanach) – zależna od statutu firmy i interpretacji kasusów prawnych
Partycypacja pracowników we własności	Godziwa wartość rynkowa
Podatek od własności	Generalnie godziwa wartość rynkowa

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Pratt, Niculita 2008, s. 47].

niem wydaje się adaptacja doświadczeń z rynku amerykańskiego, uwzględniająca inne systemy prawne funkcjonujące w Polsce i w Stanach Zjednoczonych. Niezbędna jest szersza dyskusja nad tym obszarem, uwzględniająca środowisko naukowe i praktyków gospodarczych. Wypracowana metodyka w tym zakresie dostosowana do krajowej specyfiki ułatwiałaby pracę ekspertów z zakresu wyceny biznesowej oraz umożliwiłaby rozwiązywanie sporów dotyczących rozliczeń między właścicielami.

4. Podsumowanie

Problem doboru metod do celu wyceny i standardu wartości to jedna z najistotniejszych kwestii w zakresie wyceny przedsiębiorstw i kapitału własnego. W Polsce tematyka ta jest dostrzegana, lecz nie zostały jeszcze wypracowane propozycje rozwiązań w tym zakresie. Brak wskazówek ze strony krajowej literatury utrudnia pracę ekspertów zajmujących się tą problematyką, komplikuje rozliczenia między właścicielami przedsiębiorstw, utrudnia ocenę wiarygodności wycen sporządzanych na potrzeby prywatyzacji przedsiębiorstw i utrwała dość powszechne przekonanie, że wynik każdej wyceny można uzasadnić. W artykule jedynie naświetlono problem doboru metod do celu wyceny i standardu wartości oraz zaprezentowano amerykańskie rozwiązania w zakresie jednej z najpopularniejszych metod.

Literatura

- American Society of Appraisers, Business Valuation Standards – Definitions.
 Biela A., *Metodologia wyceny przedsiębiorstw w warunkach tworzenia się rynku kapitałowego*, Norbertinum, Lublin 2000.

- Borowiecki R., *Wycena przedsiębiorstw*, AE, Warszawa-Kraków 1992.
- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
- Brycz B., *Planowanie finansowe w procesie wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa*, Praca doktorska, AE, Wrocław 2007.
- Business Enterprises Valuation Survey*, PricewaterhouseCoopers, Johannesburg 2003.
- Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice 2007.
- Estate of Victor P. Clarke*, 35 T.C.M. 1482 (1976).
- Estate v. Commissioner*, 33 T.C.M. 1133 (1974).
- Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, SGH, Warszawa 2008.
- Gajdka J., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, [w:] *Vademecum prywatyzacji II*, Poltext, Warszawa 1992.
- Groszek M., Kasiewicz S., *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Warszawa 1991.
- Hekbling C., *Unternehmensbewertung und Steuern*, 8 Auflage, IDW Verlag, Düsseldorf 1995.
- International Glossary of Business Valuation Terms*, American Institute of Certified Public Accountants, American Society of Appraisers, Canadian Institute of Chartered Business Valuators, National Association of Certified Valuation Analysts, *The Institute of Business Appraisers*, June 08, 2001.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Korney A., *Firms mine value from valuations*, „Accounting Today”, vol. 20, no 10, 5-18 June 2006.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, Park, Bielsko-Biała 1992.
- Luehrman T.A., *What's it worth? A general manager's*, „Harvard Business Review”, May-June 1997.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
- Mercer Z.Ch., *A primer on the quantitative marketability discount model*, „The CPA Journal”, July 2003; 73, 7: ABI/INFORM Global.
- Oregon Revised Statutes, Section. 60.551(4).
- Parker R.H., *Discounted cash flow in historical perspective*, „Journal of Accounting Research”, vol. 6, no 1, Spring 1968.
- Pratt S.P., Niculita A.V., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York 2008.
- Rappaport A., *Financial analysis for mergers and acquisitions*, „Merger and Acquisition” 1996.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 czerwca 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 (DzU nr 64, poz. 408).
- SFAS No. 157 – Fair Value Measurements, paragraph 5.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- The Dictionary of Real Estate Appraisal*, 4th ed., Appraisal Institute, Chicago 2002.
- Voigt J.F., *Unternehmensbewertung und Potentialanalyse. Chancen und Risiken von Unternehmen treffsicher bewerten*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1990.
- Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2005.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
- Zarzecki D., *O standardach wartości stosowanych na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa, teoria i praktyka*, red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe nr 406, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2005.
- Zarzecki D., *Teoria i praktyka metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.

INCOME APPROACH IN BUSINESS VALUATION STANDARDS (VALUATION OF COMPANIES AND EQUITY)

Summary: The main problems presented in this article are connected with adapting income approach to valuation standards and the purpose of valuation. The income approach has a long history and is one of the most popular business valuation approaches and methods. The lack of regulation in the relations between valuation standards, purposes of valuation and business valuation approaches in the Polish market poses problems in the process of privatization, dissenting stockholder action, minority oppression action and another situation where business valuation is necessary.