

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**321**

# Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński**

**Paweł Kowalik**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się  
na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie  
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2013

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-359-5**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Wstęp</b> .....	9
<b>Arkadiusz Bernal:</b> Przerzucalność w przód podatku od towarów i usług na rynku obuwia dziecięcego.....	11
<b>Michał Buszko, Catherina Deffains-Crapsky:</b> Whole business securitization in structuring and refinancing of LBOs.....	26
<b>Krzysztof S. Cichocki:</b> Wykorzystanie modeli optymalizacyjnych do wspomagania wieloletniego planowania finansowego w sektorze samorządowym.....	39
<b>Marta Kluzek:</b> Patent Box – system wspierający działalność innowacyjną przedsiębiorstw.....	67
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> Wykorzystanie metod szacowania ryzyka kredytowego do testowania warunków skrajnych.....	77
<b>Anna Matras-Bolibok:</b> Regional disparities in public financial support for innovations from Operational Programme Innovative Economy in Poland.....	87
<b>Alicja Mikołajewicz-Woźniak:</b> Załamanie systemu zielonych certyfikatów a finansowanie wytwarzania energii z odnawialnych źródeł.....	96
<b>Dorota Ostrowska:</b> Financial insurance market expansion in Poland, in 2007-2011.....	106
<b>Anna Pyka:</b> Execution of investment projects based on the public-private partnership model in Poland in the period 2009 to 2011.....	115
<b>Przemysław Siudak:</b> Negatywne efekty towarzyszące tworzeniu i funkcjonowaniu obszarów uprzywilejowanych na przykładzie polskich specjalnych stref ekonomicznych.....	124
<b>Tomasz Skica:</b> Instrumenty wsparcia w procesach stymulowania przedsiębiorczości przez JST.....	136
<b>Dorota Ostrowska, Aneta Skuriat:</b> Insurance guarantees KUKE S.A. And the export efficiency of Polish economy.....	147
<b>Igor Styn:</b> Wpływ zmian regulacyjnych na warunki działalności gospodarczej wytwórców i dystrybutorów ciepła w Polsce.....	156
<b>Elżbieta Izabela Szczepankiewicz:</b> Propozycja założeń do opracowania polskiego Standardu Wyceny Przedsiębiorstwa na przykładzie amerykańskich Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa.....	171
<b>Anna Wawryszuk-Misztal:</b> Cykl handlowy netto a rentowność przedsiębiorstw notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.....	182
<b>Anna Wildowicz-Giegiel:</b> Znaczenie inwestycji w kapitał intelektualny we współczesnym przedsiębiorstwie.....	190

<b>Piotr Wiśniewski:</b> Performance related compensation factors in the activity of global hedge funds.....	200
<b>Grzegorz Zimon:</b> Płynność finansowa w przedsiębiorstwach tworzących grupy zakupowe.....	211

## Summaries

<b>Arkadiusz Bernal:</b> Forward shifting of value added tax in the children's shoe market .....	25
<b>Michał Buszko, Catherine Deffains-Crapsky:</b> Sekurytyzacja aktywów operacyjnych w strukturyzowaniu i refinansowaniu transakcji wykupu lewarowanego LBO .....	38
<b>Krzysztof S. Cichocki:</b> Long-term financial planning by local government: optimization model implementation.....	64
<b>Marta Kluzek:</b> Patent Box – supporting system innovative business enterprises.....	76
<b>Bogdan Ludwiczak:</b> Application the credit risk estimating methods in stress testing.....	86
<b>Anna Matras-Bolibok:</b> Regionalne zróżnicowanie finansowego wsparcia innowacji w Polsce ze środków publicznych z Programu operacyjnego „Innowacyjna gospodarka” .....	95
<b>Alicja Mikołajewicz-Woźniak:</b> The breakdown of tradable green certificates scheme and financing energy generation from renewable sources .....	105
<b>Dorota Ostrowska:</b> Ekspansja rynku ubezpieczeń finansowych w Polsce w latach 2007-2011 .....	114
<b>Anna Pyka:</b> Realizacja projektów inwestycyjnych opartych na modelu partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce w latach 2009-2011 .....	123
<b>Przemysław Siudak:</b> The negative effects accompanying the creation and functioning of areas economically privileged as exemplified by Polish special economic zones.....	135
<b>Tomasz Skica:</b> Instruments of support in entrepreneurship simulation processes by local government units .....	146
<b>Dorota Ostrowska, Aneta Skuriat:</b> Gwarancje ubezpieczeniowe KUKI S.A. a sprawność eksportowa gospodarki polskiej .....	155
<b>Igor Styn:</b> The impact of the regulatory changes on the business terms and conditions of the heat generators and distributors in Poland.....	170
<b>Elżbieta Izabela Szczepankiewicz:</b> Proposed assumptions for developing a generally accepted Polish Business Valuation Standard on the example of Business Appraisal Standard in the USA .....	181

---

<b>Anna Wawryszuk-Misztal:</b> Relationship between net trade cycle and profitability of industrial companies listed in the Warsaw Stock Exchange.....	189
<b>Anna Wildowicz-Giegiel:</b> The significance of intellectual capital investment in a modern enterprise.....	199
<b>Piotr Wiśniewski:</b> Czynniki wynagrodzeń uzależnionych od wyników zarządzania w działalności globalnych funduszy hedgingowych.....	208
<b>Grzegorz Zimon:</b> Financial liquidity in companies creatig purchasig groups	221

**Elżbieta Izabela Szczepankiewicz**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

---

## **PROPOZYCJA ZAŁOŻEŃ DO OPRACOWANIA POLSKIEGO STANDARDU WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE AMERYKAŃSKICH STANDARDÓW OSZACOWANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA**

---

**Streszczenie:** W artykule przeprowadzono analizę najważniejszych wiodących standardów oszacowania wartości przedsiębiorstw w USA, które mogą być pomocne w budowaniu polskich standardów wyceny. Przedstawiono strukturę i zakres budowy takich standardów. Przeprowadzono również analizę polskich obecnie obowiązujących regulacji w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Oceniono poziom ich unifikacji z wiodącymi standardami w USA. Zaproponowano podstawowe założenia do opracowania polskiego, jednolitego, powszechnie obowiązującego standardu wyceny przedsiębiorstw.

**Słowa kluczowe:** Standardy Wyceny Przedsiębiorstw (BVS), Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw (BAS).

### **1. Wstęp**

W krajach o rozwiniętych rynkach kapitałowych wycena przedsiębiorstw jest związana przede wszystkim z procesem zmian na rynku: fuzjami przedsiębiorstw, przejęciami firm, podziałem majątku firm rodzinnych itp. Wycena przedsiębiorstw prowadzona jest także przy prywatyzacji majątku państwowego. Ustanowienie powszechnie obowiązujących Standardów Wyceny Przedsiębiorstwa (Business Valuation Standards) przyczynia się do bezpieczeństwa obrotu gospodarczego. W USA wiodącymi standardami w tym zakresie są Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa (Business Appraisal Standards). Standardy amerykańskie stanowią najszersze opracowania na świecie w zakresie wyceny przedsiębiorstw i w wielu krajach są traktowane jako wzorzec opracowywania krajowych standardów. W wielu innych krajach standardy te nazwane zostały Standardami Wyceny Przedsiębiorstwa (Business Valuation Standards).

Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw w USA zostały opracowane przez zawodowe organizacje zrzeszające osoby zawodowo zajmujące się sporządza-

niem wycen. Są to organizacje zrzeszające zarówno rzeczoznawców majątkowych lub specjalistyczne firmy zajmujące się wyceną przedsiębiorstw, jak i biegłych rewidentów i księgowych. Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw określają nie tylko metodykę wykonania wyceny, ale również zakres wiedzy i kwalifikacje osoby sporządzającej wycenę. Osoby prowadzące zawodowo wyceny przedsiębiorstw muszą postępować według określonych zasad i procedur, które gwarantują porównywalność wycen i łatwość ich weryfikacji.

W Polsce proces prywatyzacji majątku państwowego oraz powstanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w ciągu ostatnich 20 lat w znacznym stopniu przyczyniły się do rozwoju krajowego rynku wyceny przedsiębiorstw. Zdaniem autorki, w Polsce na tym etapie rozwoju rynku kapitałowego występuje pilna potrzeba opracowania jednolitych, powszechnie obowiązujących Standardów Wyceny Przedsiębiorstwa oraz określenia kryteriów oceny kompetencji osób zajmujących się wyceną przedsiębiorstw. Wyceny przedsiębiorstw oparte na takich standardach staną się porównywalne i łatwiej weryfikowalne.

Celem artykułu jest przegląd struktury i treści Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa ustanowionych w USA oraz ocena, czy i w jakim zakresie można wykorzystać je do opracowania polskiego standardu. W artykule przeprowadzono analizę polskich regulacji w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Oceniono, czy można mówić o określonym poziomie ich unifikacji ze standardami amerykańskimi. Zaproponowano podstawowe założenia do opracowania polskiego jednolitego powszechnie obowiązującego standardu wyceny przedsiębiorstw.

## **2. Struktura i zakres amerykańskich Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa**

Obecnie na świecie istnieje kilka Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw oraz Standardów Wyceny Przedsiębiorstw. Jak wspomniano we wstępie, najważniejsze i wiodące na świecie Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw zostały opublikowane w USA. Natomiast najbardziej znane Standardy Wyceny Przedsiębiorstw wydano w Kanadzie, Europie (Belgia), Hongkongu, Australii i Nowej Zelandii. W USA Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw opracowują dwie organizacje: Instytut Rzeczoznawców ds. Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa (IBA) oraz Krajowe Stowarzyszenie Biegłych Analityków Wyceny (NACVA).

Każda z tych organizacji opracowuje własne standardy, które respektują standardy wyższego rzędu ogłoszone przez Fundację Rzeczoznawców ds. Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa (AF). Fundacja Rzeczoznawców jest organizacją autoryzowaną przez Kongres USA jako źródło standardów dotyczących oszacowania wartości przedsiębiorstw. AF opracowała Jednolite Standardy Profesjonalnej Praktyki Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa (USPAP); zob. tab. 1.

**Tabela 1.** Standardy Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw w USA

Aktualizacja (rok)	Standardy	Organizacja
2012-2013	Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)	The Appraisal Foundation (AF)
2011	NACVA Professional Standards	The National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA)
2011	IBA Professional Standards	The Institute of Business Appraisers (IBA)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Uniform Standards...* 2012-2013; *IBA Professional...*, 2011; *NACVA Professional...* 2011].

Analizując treść i zakres Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstw zaprezentowanych w tabeli 1., można stwierdzić, że standardy w USA podlegają stopniowej unifikacji. Standardy te, choć początkowo zostały opracowywane przez różne organizacje, w wyniku aktualizacji w latach 2009-2011 mają już porównywalną strukturę i zakres. Potwierdzeniem tego jest fakt, że w 2011 r. NACVA i IBA opublikowały wspólnie opracowane nowe standardy przez zespół reprezentujący obie organizacje. Zostały one ogłoszone w podobnej treści przez każdą z tych organizacji w odrębnych dokumentach: *Professional Standards* (NACVA) i *Professional Standards* (IBA)<sup>1</sup>.

Nowe standardy NACVA i IBA, opublikowane w 2011 r., są zgodne z Jednolitymi Standardami Profesjonalnej Praktyki Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa, wydanymi przez AF. Wspólne prace tych organizacji w ostatnich latach stanowią pierwszy krok do ujednoczenia standardów oszacowania wartości przedsiębiorstw w USA. Należy się spodziewać, że w dalszej perspektywie celem tego procesu będzie doprowadzenie do ujednoczenia i harmonizacji standardów z tego zakresu na świecie.

Podstawowe elementy w standardach NACVA i standardach IBA to: zagadnienia wstępne, standardy ogólne; standardy etyki, zakres usług oszacowania wartości przedsiębiorstwa; rozwinięcie standardów oszacowania wartości przedsiębiorstwa; standardy raportu z oszacowania wartości przedsiębiorstwa; objaśnienie terminów (słownik); data wejścia w życie standardów oraz dodatki z objaśnieniami.

Tabela 2. prezentuje strukturę standardów opracowanych przez AF, NACVA oraz IBA.

Główna treść standardów NACVA oraz standardów IBA obejmuje:

- rodzaj dokumentacji, która musi być przedmiotem analizy,
- algorytmy dotyczące obliczania kosztu kapitału,
- identyfikację majątku materialnego i niematerialnego oraz wyrażenie ich wartości,
- ocenę wiarygodności danych do analizy,

<sup>1</sup> Publikacja wspólnie opracowanych przez te organizacje standardów w odrębnych dokumentach, które firmowane są nazwą danej organizacji, jest związana z tym, że każda z tych organizacji nadal prowadzi odrębną działalność, zrzesza i certyfikuje swoich członków i rzeczoznawców.



**Tabela 2.** Struktura Standardów AF, Standardów NACVA oraz Standardów IBA

Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)	NACVA Professional Standards	IBA Professional Standards
Definitions Preamble Ethics Rule Record Keeping Rule Scope of Work Rule Jurisdictional Exception Rule Standards and Standards Rules (Standard 1 – Standard 10) Statements on Appraisal Standards (No 1 – No 10)	Introduction General and Ethical Standards Scope of Services Development Standards Reporting Standards International Glossary Effective Date Appendix	Introduction General and Ethical Standards Scope of Services Development Standards Reporting Standards International Glossary Effective Date Appendix

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*Uniform Standards...* 2012-2013; *IBA Professional...*, 2011; *NACVA Professional...* 2011].

**Tabela 3.** Szczegółowa struktura Standardów NACVA oraz Standardów IBA

Standardy	Zakres standardów
GENERAL AND ETHICAL STANDARDS	A. Integrity and Objectivity B. Professional Competence C. Due Professional Care D. Understandings and Communications with Clients E. Planning and Supervision F. Sufficient Relevant Data G. Confidentiality H. Acts Discreditable I. Client Interest J. Financial Interest
SCOPE OF SERVICES	A. Applicability B. Valuation Services 1. Valuation Engagement 2. Calculation Engagement C. Other Services D. Jurisdictional Exception
DEVELOPMENT STANDARDS	A. General B. Expression of Value C. Reliability of Data D. Scope Limitations E. Use of Specialist F. Approaches and Methods G. Identification H. Fundamental Analysis I. Documentation
REPORTING STANDARDS	A. General B. Form of Report C. Contents of Report 1. Detailed Reports 2. Summary Reports 3. Calculation Reports 4. Statement that the Report is in Accordance with Professional Standards D. Litigation Engagements Reporting Standards

Źródło: opracowanie własne na podstawie [*IBA Professional...*, 2011; *NACVA Professional...* 2011].

- analizę fundamentalną,
- podejścia i metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa,
- wpływ korekt w sprawozdaniach finansowych na wycenę,
- ustalenie zysku, kapitalizacji i stopy dyskontowej,
- oszacowanie możliwości zbycia przedsiębiorstwa,
- tryb wykorzystania raportów innych specjalistów.

Standardy zawierają ogólne zasady wyceny przedsiębiorstwa, wyboru i stosowania poszczególnych metod wyceny, a także wytyczne do sporządzenia raportu z wykonanej wyceny (zob. tab. 3).

### **3. Podejścia i metody wyceny przedsiębiorstwa w amerykańskich Standardach Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa**

Standardy NACVA i IBA wymieniają trzy sposoby wyceny z wykorzystaniem: podejścia i metod opartych na aktywach netto (*Asset-Based Approach*), podejścia i metod dochodowych (*Income Approach*), podejścia i metod rynkowych (*Market Approach*). Metody te w standardach zostały zdefiniowane i szeroko opisane; z tego względu w niniejszym opracowaniu pomija się ich prezentację. Zdaniem autorki, należy zwrócić uwagę, że w omawianych standardach nie stosuje się szczegółowych algorytmów wyboru metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa. Standardy te wskazują jedynie, że dla sporządzenia wyceny rzeczoznawca musi uzyskać i przeanalizować istotne informacje dla wyceny, w tym w szczególności:

- 1) charakter działalności biznesowej;
- 2) historię przedsiębiorstwa;
- 3) perspektywy gospodarcze przedsiębiorstwa ogólnie oraz stan i perspektywy danej branży;
- 4) skorygowana wartość księgową;
- 5) kondycja finansowa przedsiębiorstwa;
- 6) zdolność do generowania dochodów przedsiębiorstwa;
- 7) zdolności płatnicza dywidend;
- 8) czy przedsiębiorstwo ma wartość firmy lub inne wartości niematerialne;
- 9) wartość udziałów przed sprzedażą przedsiębiorstwa;
- 10) likwidacja i możliwość zbycia;
- 11) cena rynkowa udziałów i przedsiębiorstw działających w tej samej lub podobnej branży, segmencie;
- 12) czy przedsiębiorstwo może stać się przedmiotem obrotu na wolnym i otwartym rynku;
- 13) wszystkie inne informacje uznane przez rzeczoznawcę za istotne.

Standardy NACVA i IBA wymagają, by wyceniający określił, jakie metody rozważał, oraz podał podstawę odrzucenia jednych i dokonania wyboru innych. Standardy wskazują, że procedury i metody ustalania wartości należą do decyzji rze-

czoznawcy. Wybór i poleganie na odpowiednich metodach oraz procedurach zależy od profesjonalnego osądu rzeczoznawcy, a wybrane metody powinny być adekwatne do celów i obejmować wszystkie istotne czynniki, które mają wpływ na wartość i przedstawiają ją w sposób jasny i logiczny. Zauważalną lukę w zakresie opisu metod i algorytmów wyboru danej metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa częściowo wypełniają publikowane na świecie w tym zakresie liczne opracowania naukowców i artykuły praktyków [np. Cornell 1993, Copeland i in. 1997; *Value-Based Management...* 2000].

Struktura raportu z oszacowania wartości przedsiębiorstwa została ściśle określona w Standardach NACVA i IBA. Sporządzony przez rzeczoznawcę raport powinien zawierać: opis zadania, analizę rynku i branży, informacje o firmie, analizę finansową firmy, wycenę, prezentację wniosków oraz załączniki (raporty szczegółowe prezentujące różne kwestie). Raport ten powinien ujmować w swojej treści, oprócz ogólnego podsumowania raportu z wyceny, także raporty szczegółowe z zastosowania różnych metod wyceny, dodatkowe objaśnienia do obliczeń oraz oświadczenie, że raport jest zgodny ze Standardami. Pod względem jakościowym raport ten musi być spójny, oparty na danych i zrozumiały.

#### **4. Ocena polskich regulacji i propozycja podstawowych założeń do budowy polskiego Standardu Wyceny Przedsiębiorstwa**

W Polsce standardy wyceny przedsiębiorstwa są dopiero tworzone. Choć w ostatnich 20 latach, w związku z trwającymi procesami transformacji w polskiej gospodarce, opublikowano wiele obszernych teoretycznych i praktycznych opracowań na temat wyceny przedsiębiorstw, to nadal nie wypracowano jednolitego, powszechnie obowiązującego krajowego standardu wyceny przedsiębiorstw. Obecnie żadne polskie przepisy prawa nie zastrzegają wyceny przedsiębiorstw dla określonej grupy zawodowej – w przeciwieństwie do standardów amerykańskich. W USA kwalifikacje osób, które sporządzają raport z oszacowania wartości przedsiębiorstwa, są formalnie uregulowane. Są to rzeczoznawcy, którzy uzyskują certyfikat w NACVA czy IBA oraz innych stowarzyszeniach<sup>2</sup>. Regulacje amerykańskie nie określają jedynie kwalifikacji osób, które sporządzają raport z wyceny przedsiębiorstwa (Business Valuation Report), np. na potrzeby wyceny giełdowej przedsiębiorstwa, sporządzany przez biura maklerskie itp.

W Polsce wycenę przedsiębiorstw i raport z wyceny przedsiębiorstwa sporządzają różni eksperci, np. biegli sądowi z zakresu wyceny przedsiębiorstw, firmy

<sup>2</sup> Certyfikaty NACVA: CVA-Certified Valuation Analyst, GVA-Government Valuation Analyst, CBA-Certified Business Appraiser, Certyfikaty IBA: MCBA-Master Certified Business Appraiser, FIBA-Fellow of the Institute of Business Appraisers, Certyfikaty American Society of Appraisers (ASA): ASA-Accredited Senior Appraiser, AM -Accredited Member, FASA-Fellow of the American Society of Appraisers, Certyfikat American Institute of Certified Public Accountants (AICPA): ABV-Accredited in Business Valuation [szerzej: Szczepankiewicz 2013].

doradcze, biegli rewidenci i księgowi, pracownicy naukowci, inni rzeczoznawcy majątkowi posiadający dyplom studiów podyplomowych. Obecnie każdy polski ekspert stosuje własne podejście do wyceny przedsiębiorstw i sporządzenia raportu z wyceny przedsiębiorstwa. Ekspertom prowadzącym wycenę przedsiębiorstw brakuje (poza zakresem czynności zdefiniowanym w umowach) jednolitego powszechnie obowiązującego standardu, który pozwala przede wszystkim:

- zunifikować proces wyceny i zdefiniować minimalny zakres czynności, jakie należy przeprowadzić w procesie wyceny;
- narzucić listę problemów, do których wyceniający musi się odnieść;
- zdefiniować strukturę raportu z wyceny;
- zweryfikować lub udokumentować kwalifikacje osób sporządzających raport z wyceny.

Wśród polskich specjalistów zajmujących się wyceną przedsiębiorstw istnieje zgoda co do podstawowych, najczęściej stosowanych metod wyceny przedsiębiorstw (opartych na wartości księgowej, wartości rynkowej czy stopie dyskontowej). Lukę powodowaną przez brak standardu w pewnym zakresie wypełniają publikacje polskich naukowców i praktyków, które zawierają opis metod i podstawowe przesłanki do wyboru danej metody oszacowania wartości przedsiębiorstwa [np. Kufel 1992, Zarzecki 1999, Dyduch 2005, Kamela-Sowińska 2006, Zadora 2010, Panfil, Szablewski 2011].

Zdaniem autorki, pierwszą najobszerniejszą klasyfikację i opis metod wyceny przedsiębiorstw stosowanych na świecie i w Polsce zaprezentował D. Zarzecki. Klasyfikacja ta została zaprezentowana już w 1999 r. i stała się podstawą późniejszych opracowań wielu teoretyków i praktyków w tym zakresie. Tabela 4. prezentuje klasyfikacje metod wyceny przedsiębiorstw według Zarzeckiego.

Należy również wspomnieć, że od kilku lat wielu autorów wskazuje potrzebę podejścia do wyceny przedsiębiorstw uwzględniającą takie czynniki, jak: [Szablewski, Tuzimek i in. 2004; Panfil, Szablewski i in. 2006; Szablewski i in. 2008; Panfil, Szablewski 2011]:

- oczekiwania inwestorów w aspekcie wzrostu wartości przedsiębiorstwa,
- strategia zarządzania w aspekcie budowania wartości firmy,
- jakość zarządzania ryzykiem,
- realizacja projektów inwestycyjnych i strategia rozwoju,
- budowanie wartości w aspekcie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa,
- szacowanie wartości kapitału intelektualnego i innych niematerialnych czynników w pomiarze wartości przedsiębiorstwa.

Z powodu braku jednolitego polskiego standardu wielu rzeczoznawców nadal wzoruje się na zachodnich standardach. Jednakże należy podkreślić, że od kwietnia 2011 r. mogą oni również korzystać z pierwszych polskich wytycznych w zakresie wyceny przedsiębiorstw, które opracowała Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych (PFSRM). Federacja ta ustanawia Standardy i Noty dotyczące wyceny nieruchomości w ramach Powszechnych Krajowych Zasad Wyceny.

**Tabela 4.** Klasyfikacje metod wyceny przedsiębiorstw według D. Zarzeckiego

Kategoria główna	Metody szczegółowe
Metody majątkowe	Metoda wartości księgowej
	Metoda wartości odtworzeniowej
	Metoda skorygowanych aktywów netto
	Metoda wartości likwidacyjnej
Metody dochodowe	Metoda zdyskontowanych dywidend
	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych:
	– Metoda przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym
	– Metoda przepływów pieniężnych przynależnych właścicielom
	Metoda zdyskontowanych zysków
Metody porównawcze (rynkowe)	Metody mnożnikowe:
	– Metoda wskaźnika cena/zysk
	– Metoda wskaźnika cena/wartość rynkowa
	– Metoda wskaźnika cena/sprzedaż
	– Inne metody mnożnikowe
	Metoda transakcji porównywalnych
Metody mieszane	Metoda szwajcarska
	Metoda berlińska
	Metoda nadwyżki zysków
	Metoda stuttgarcka
	Metoda UEC
	Inne metody mieszane
Niekonwencjonalne metody wyceny	Metody wyceny oparte na teorii opcji
	Metody wyceny z opóźnieniem czasowym
	Inne metody niekonwencjonalne

Źródło: [Zarzecki 1999, s. 58].

W ich ramach Federacja przyjęła Notę Interpretacyjną nr 5 „Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw”, której celem jest promowanie zasad dobrej praktyki zawodowej w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Jednak Notę nr 5 zobowiązani są stosować tylko członkowie Federacji, standard ten zatem nie obowiązuje innych rzeczoznawców.

Dokonując oceny treści Noty Interpretacyjnej nr 5, należy stwierdzić, że oparto ją w pewnym zakresie na wybranych założeniach z amerykańskich Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa. Wyznacza ona trzy ogólne podejścia i metody wyceny przedsiębiorstw, definiuje listę najistotniejszych problemów, do których rzeczoznawca musi się odnieść, oraz wskazuje, co winien on zawrzeć w treści raportu z wyceny. Do wyceny przedsiębiorstwa, podobnie jak w standardach amerykańskich, zgodnie z Notą Interpretacyjną nr 5 stosuje się trzy podejścia: oparte na aktywach netto (Asset-Based Approach), dochodowe (Income Approach), rynkowe (Market Approach). Rzeczoznawca nie jest jednak ograniczony w sporządzaniu wyceny ściśle skodyfikowanymi regulacjami. Musi się jedynie odnieść do kluczowych kwestii i uzasadnić przyjęty przez siebie sposób postępowania. Jest to tzw.

miękką wersja zasad wyceny przedsiębiorstwa rekomendowanych przez Federację, zapewne wzorowana na standardach amerykańskich.

Zdaniem autorki, tworząc polski powszechnie obowiązujący standard, podstawowe regulacje można w pewnym zakresie wzorować na amerykańskich Standardach Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa NACVA i IBA oraz zasad określonych w Nocie Interpretacyjnej nr 5. Przyszły polski Standard Wyceny Przedsiębiorstwa powinien obejmować co najmniej:

- przesłanki wyboru danej metody wyceny przedsiębiorstwa,
- opis metod wyceny, sposób ich stosowania i weryfikacji wyników wyceny,
- zakres przedmiotowy i czasowy prowadzenia analizy ekonomicznej i finansowej,
- rodzaj dokumentacji przedsiębiorstwa, jaka musi być przedmiotem analizy,
- aktualność wzorców używanych w branży,
- zasady korzystania z opinii innych ekspertów, rzeczoznawców majątkowych, biegłych rewidentów, księgowych itp.,
- zasady sporządzania raportów, aby były porównywalne i łatwo weryfikowalne.

Przyjmując założenia dotyczące raportów z oszacowania wartości przedsiębiorstwa, określone w standardach amerykańskich i polskich zasadach, można również wytyczyć zasady sporządzania i strukturę raportów w wyceny przedsiębiorstw w przyszłym polskim Standardzie Wyceny Przedsiębiorstw. Zdaniem autorki, raport może składać się z następujących części:

- 1) spis treści,
- 2) wprowadzenie,
- 3) opis podstawowy wykonanej wyceny przedsiębiorstwa,
- 4) określenie założeń i warunki ograniczające wykonanie wyceny przedsiębiorstwa,
- 5) kwalifikacje rzeczoznawcy,
- 6) dodatki z objaśnieniami.

We wprowadzeniu raportu z wyceny przedsiębiorstwa należałoby ująć co najmniej:

- określenie przedmiotu wyceny,
- przeznaczenie i zastosowanie wyceny,
- data wyceny,
- data raportu,
- wartość i jej definicje,
- identyfikacja i założenie wartości,
- ograniczenia zakresu raportu,
- ujawnienie kolejnych wydarzeń uznanych przez rzeczoznawcę,
- korzystanie z usług innego specjalisty,
- odmowa dostępu do podstawowych danych przez przedsiębiorstwo,
- wymogi prawne.

Natomiast opis podstawowy wyceny, powinien zawierać co najmniej:

- podsumowanie historycznych danych ze sprawozdań finansowych,
- ujawnione korekty do sprawozdań finansowych,
- prognozowane sprawozdań finansowych i przyszłych wyników,
- podejścia i metody wyceny rozpatrywane przez rzeczoznawcę,
- podejścia i metody wyceny wykorzystywane przez rzeczoznawcę,
- inne dane, które mają wpływ na wycenę,
- ujawnianie informacji z inspekcji na miejscu,
- opisanie przeprowadzonych szacunków i ustalenie wartości przedsiębiorstwa.

Raport z wyceny przedsiębiorstw powinien mieć jasno określoną strukturę, która zapewni jego porównywalność i łatwość weryfikacji przez zainteresowanych użytkowników.

## 5. Podsumowanie

W artykule dokonano analizy treści i zakresu Standardów Oszacowania Wartości Przedsiębiorstwa w USA, które przyjmuje się jako wiodące standardy na świecie w zakresie wyceny przedsiębiorstw. Zdaniem autorki, amerykańskie standardy oraz polskie zasady wyceny przedsiębiorstw określone w Nocie Interpretacyjnej nr 5 mogą być pomocne w budowaniu jednolitego polskiego powszechnie obowiązującego Standardu Wyceny Przedsiębiorstw. Tym bardziej że pewne założenia i podejścia z tych standardów, zdaniem autorki, zostały już wykorzystane przy opracowywaniu zasad ogłoszonych w nocie Interpretacyjnej Nr 5 Polskiej Federacji Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych.

Opracowanie i ustanowienie powszechnie obowiązującego, polskiego Standardu Wyceny Przedsiębiorstwa może zredukować stopień subiektywizmu obecny w wycenach przedsiębiorstw. Wyceny oparte na identycznych wymogach staną się porównywalne i łatwiej weryfikowalne. Określenie kwalifikacji specjalistów zajmujących się wyceną pozwoli zleceniodawcom łatwiej weryfikować poziom profesjonalizmu przeprowadzonej wyceny.

## Literatura

- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Cornell B., *Corporation Valuation, Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, Business On IRWIN Inc., Homewood 1993.
- Dyduch T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- IBA Professional Standards* The Institute of Business Appraisers (IBA), USA 2011.
- Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.

- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo PARK, Bielsko-Biała 1992.
- NACVA Professional Standards*, The National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA), USA 2011.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Wycena przedsiębiorstwa od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
- Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW). Nota Interpretacyjna nr 5 (NI 5). Ogólne Zasady Wyceny Przedsiębiorstw*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2011.
- Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008.
- Szablewski A., Tuzimek R. (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 2004.
- Szczepankiewicz E.I., *Global unification of Business Valuation Standards*, "Management" 2013, no. 2. *Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP)*, The Appraisal Foundation (AF), USA 2012-2013.
- Value-Based Management. Context and Applications*, red. G. Arnold, M. Davies, John Wiley and Sons, New York 2000.
- Zadora H., *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2010.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

## **PROPOSED ASSUMPTIONS FOR DEVELOPING A GENERALLY ACCEPTED POLISH BUSINESS VALUATION STANDARD ON THE EXAMPLE OF BUSINESS APPRAISAL STANDARD IN THE USA**

**Summary:** The paper analyzes the most important standards in the USA that can be helpful in building a uniform Polish Business Valuation Standards. The article presents also structure and scope of Standards. The paper also analyzes Polish regulations related to business valuation, and assesses the degree of their convergence with leading standards in the USA. The paper proposes a number of assumptions for developing a uniform, generally accepted Polish business valuation standard.

**Keywords:** Business Valuation Standards (BVS), Business Appraisal Standards (BAS).