

Spis treści

Wstęp	11
-------------	----

Rozdział 1

Teoretyczne podstawy wyceny przedsiębiorstw.....	23
1.1. Wprowadzenie	23
1.2. Kwestie ontologiczne w wycenie przedsiębiorstw.....	27
1.2.1. Wartość	27
1.2.2. Wycena	29
1.2.3. Przedsiębiorstwo	30
1.2.4. Wkłady właścicieli	31
1.2.5. Wycena przedsiębiorstw	32
1.2.6. Standardy wyceny przedsiębiorstw	32
1.3. Wybrane teorie ekonomiczne kluczowe dla wyceny przedsiębiorstwa...	33
1.3.1. Teoria wyceny przedsiębiorstw	33
1.3.2. Problem własności w wycenie	36
1.3.3. Ewolucja teorii wartości i ceny, teoria zysku.....	37
1.3.4. Współczesne teorie wartości.....	44
1.3.5. Problem racjonalności jednostek oraz efektywności rynków.....	50
1.4. Teorie przedsiębiorstwa istotne dla wyceny przedsiębiorstw.....	55
1.4.1. Wpływ teorii przedsiębiorstwa na wycenę	55
1.4.2. Definicja przedsiębiorstwa w świetle różnych teorii	56
1.4.3. Cele przedsiębiorstwa.....	60
1.4.4. Wartość przedsiębiorstwa	62
1.5. Problemy aksjologiczne w wycenie przedsiębiorstw	68
1.6. Podsumowanie	72

Rozdział 2

Uwarunkowania kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstw.....	75
2.1. Wprowadzenie.....	75
2.2. Jakość procesu wyceny.....	76
2.3. Typologia kontrowersji, błędów w teorii, metodyce i praktyce wyceny przedsiębiorstw wpływających na jakość procesu wyceny	82
2.4. Typowe błędy w praktyce wyceny przedsiębiorstw	90
2.5. Prawne uwarunkowania procesu wyceny przedsiębiorstw	100

2.5.1.	Wybrane podstawy prawne wyceny przedsiębiorstw w Polsce.....	100
2.5.2.	Jakość procesu wyceny przedsiębiorstw w kontekście orzeczeń sądu.	105
2.6.	Dotychczasowe badania nad jakością polskiej praktyki wyceny przedsiębiorstw	107
2.7.	Podsumowanie	109

Rozdział 3

Standaryzacja procesu wyceny przedsiębiorstw		110
3.1.	Wprowadzenie.....	110
3.2.	Historyczny kontekst procesu standaryzacji wyceny przedsiębiorstw .	111
3.3.	Współczesny proces standaryzacji wyceny przedsiębiorstw.....	114
3.4.	Organizacje standaryzujące wycenę przedsiębiorstw w wybranych krajach.....	116
3.4.1.	Organizacje północnoamerykańskie	118
3.4.2.	Organizacje z innych krajów	123
3.4.3.	Organizacje międzynarodowe	129
3.5.	Podsumowanie	130

Rozdział 4

Proces wyceny w świetle wybranych standardów wyceny przedsiębiorstw.....		132
4.1.	Wprowadzenie.....	132
4.2.	Metodyka badań	132
4.3.	Zakres standaryzacji.....	137
4.4.	Cele standardów	143
4.5.	Kwalifikacje ekspertów, relacje eksperta z klientem i kwestie etyczne w wycenie.....	145
4.6.	Cele i funkcje wyceny.....	149
4.7.	Data wyceny i data raportu.....	153
4.8.	Podstawowe informacje o przedmiocie wyceny.....	155
4.9.	Podstawowe założenie wyceny	156
4.10.	Standardy wartości.....	159
4.11.	Zakres niezbędnych danych oraz zakres analiz.....	162
4.12.	Podejścia i metody wyceny w standardach wyceny przedsiębiorstw....	169
4.13.	Korekty wartości.....	188
4.14.	Raportowanie i dokumentowanie	193
4.15.	Transparentność procesu i raportu z wyceny	206
4.16.	Rekomendacje, konkluzja z wyceny.....	207
4.17.	Elastyczność standardu.....	210
4.18.	Rodzaje ekspertów	211
4.19.	Terminologia wyceny.....	213
4.20.	Podsumowanie	214

Rozdział 5

Znaczenie standardów wyceny przedsiębiorstw dla jakości procesu wyceny.....	216
5.1. Wprowadzenie.....	216
5.2. Metodyka badań.....	217
5.3. Charakterystyka respondentów.....	220
5.4. Kluczowe problemy procesu wyceny.....	222
5.4.1. Zmiany jakościowe w procesie wyceny przedsiębiorstw.....	222
5.4.2. Zmiany w poziomie trudności procesu wyceny przedsiębiorstw.....	224
5.4.3. Problemy napotykane przez ekspertów przy wycenie przedsiębiorstw.....	225
5.5. Standardy wyceny przedsiębiorstw w ocenie użytkowników.....	242
5.5.1. Standardy wyceny przedsiębiorstw wykorzystywane przez ekspertów.....	242
5.5.2. Potrzeba istnienia standardów wyceny przedsiębiorstw.....	245
5.5.3. Użyteczność standardów wyceny przedsiębiorstw.....	246
5.5.4. Aktualność standardów wyceny przedsiębiorstw.....	254
5.6. Jakość raportów z wycen przedsiębiorstw w Polsce.....	259
5.6.1. Cel i metodyka badania.....	259
5.6.2. Wyniki badań jakości raportów z wycen przedsiębiorstw.....	261
5.6.3. Przykłady błędów w wybranych raportach z wycen przedsiębiorstw.....	270
5.7. Podsumowanie.....	274

Rozdział 6

Wybrane problemy metodyczne wyceny przedsiębiorstw.....	279
6.1. Wprowadzenie.....	279
6.2. Standardy wartości i przesłanki wartości.....	280
6.2.1. Historia standardów wartości.....	281
6.2.2. Przesłanki wartości.....	283
6.2.3. Współczesne podejście do standardów wartości.....	285
6.2.4. Definiowanie wartości według funkcjonalnej szkoły wyceny.....	293
6.3. Koszt kapitału własnego – wybrane problemy.....	296
6.3.1. Modele obliczania kosztu kapitału własnego.....	296
6.3.2. Kontrowersje wokół premii za ryzyko rynkowe.....	299
6.3.3. Problem stopy wolnej od ryzyka.....	300
6.3.4. Problem oczekiwanej i historycznej premii za ryzyko rynkowe.....	301
6.4. Kontrowersje dotyczące premii i dyskont.....	315
6.4.1. Premia za kontrolę, premia akwizycyjna i dyskonto za brak kontroli.....	315
6.4.2. Premia za wielkość.....	319
6.4.3. Dyskonto z tytułu braku płynności akcji.....	323
6.5. Podsumowanie.....	332

Zakończenie	335
Załączniki.....	344
Literatura.....	366
Spis rysunków	379
Spis tabel	380
Spis załączników.....	384

Wstęp

*A man who knows the price of everything
and the value of nothing¹.*

Określenie wartości przedsiębiorstwa i wycena przedsiębiorstwa są istotne dla procesów wymiany w gospodarce i dla poszczególnych uczestników rynku. Wycena przedsiębiorstw i wycena wkładów właścicieli ma istotne znaczenie dla procesów: prywatyzacji, przekształceń formy prawno-organizacyjnej, zawierania transakcji zakupu, sprzedaży przedsiębiorstwa jego części lub udziału we własności. Wyceny są podstawą do udzielania przez analityków rekomendacji dla cen akcji giełdowych, co ma znaczenie dla milionów inwestorów. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa lub wkładów właścicieli odgrywa dużą rolę w analizie przedsięwzięć inwestycyjnych, konstrukcji portfeli inwestycyjnych na rynku kapitałowym, ocenie opłacalności fuzji i przejęć oraz działań restrukturyzacyjnych, a także w przypadkach naruszeń praw właścicieli mniejszościowych, partycypacji pracowników we własności, ustalania wysokości podatków, podziału przedsiębiorstwa, postępowań odszkodowawczych, spadków i darowizn czy też w sprawach rozwodowych. Konieczność wyceny przedsiębiorstwa może się pojawić na wszystkich etapach cyklu życia przedsiębiorstwa. Potrzeby takie występują zarówno na bardzo wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa, kiedy np. poszukiwani są nowi inwestorzy, jak również w dalszych etapach cyklu życia organizacji, np. przy procesach łączenia, przejmowania przedsiębiorstw. Określenie wartości przedsiębiorstwa, jego części lub wkładów właścicieli jest niezbędne przy procesach restrukturyzacyjnych, konfliktach między właścicielami, przy rozstrzyganiu problemu sukcesji, jak również przy prywatyzacji przedsiębiorstw oraz w wielu innych sytuacjach. Wycena przedsiębiorstw jest zatem istotnym elementem decyzji menedżerskich i właścicielskich, a prawidłowość tych decyzji jest uzależniona od jakości wyceny. Jakość wyceny przedsiębiorstwa może być różnie identyfikowana. W niniejszej pracy jakość wyceny przedsiębiorstwa jest rozumiana jako funkcja wielu czynników wpływających na jakość wyniku wyceny, do których należą jakość przeprowadzonego procesu wyceny, wiedza i percepcja

¹ Odpowiedź Lorda Darlingtona na pytanie Cecila Grahama o to, kim jest cynik. Akt III w sztuce Oscara Wilde'a *Lady Windermere's Fan. A Play about a Good Woman*, 1892.

eksperta, infrastruktura wyceny², jakość metodyki wyceny, jakość teorii wykorzystywanych w wycenie oraz poprawność percepcji rzeczywistości. W związku z tym, że bez odpowiedniej jakości procesu wyceny trudno oczekiwać uzyskania prawidłowego wyniku wyceny, niniejsza praca w zasadniczej części koncentruje się na problemie jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa.

Jedną z kluczowych kwestii dotyczących jakości procesu wyceny jest to, na ile teorie, narzędzia, metody wykorzystywane w wycenie nadążają za zmieniającą się rzeczywistością. W ostatnich kilkunastu latach obserwujemy wiele nowych makrozjawisk, takich jak postępująca globalizacja, rozwój Internetu, rozwój urządzeń mobilnych, powodujących z jednej strony przyspieszenie przepływu informacji i relatywną łatwość dostępu do informacji, a z drugiej większy szum informacyjny. W ostatnich kilkadziesiąt lat przesuwa się gospodarczy środek ciężkości z krajów wysoko rozwiniętych do krajów rozwijających się. Zmienia się struktura PKB najbardziej rozwiniętych gospodarek (np. aktualnie w USA i Wielkiej Brytanii dominuje udział sektora finansowego w tworzeniu PKB). Widoczne są również zmiany społeczne, kulturowe, demograficzne (obserwujemy proces starzenia się społeczeństw w większości krajów rozwiniętych). Wspomnianym zmianom towarzyszą także zjawiska w skali mikro. Zmieniają się przedsiębiorstwa, które w stopniu wyższym niż w przeszłości ulegają procesom umiędzynarodowienia, uelastyczniają i odchudzają prowadzoną działalność, chętnie korzystając z outsourcingu. Na wielu rynkach wykorzystujących nowoczesne technologie skraca się cykl życia wielu wyrobów, co może wpływać na cykl życia przedsiębiorstwa. W ostatnich kilkunastu latach można zaobserwować także zwiększenie się społecznej i ekologicznej presji na funkcjonowanie przedsiębiorstw, czego wyrazem jest większa popularność koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – CSR (ang. *Corporate Social Responsibility*), oraz ekologizacji ekonomii i gospodarki. Można zatem wysnuć wniosek, że przedsiębiorstwa i ich otoczenie ulegają ciągłym zmianom. W efekcie zmienia się obiekt wyceny, zmianie podlega również wiele czynników mogących wpływać na jego wartość. Wskazane zjawiska, mające głównie charakter jakościowy, a w mniejszym stopniu ilościowy, stawiają nowe wyzwania przed naukami ekonomicznymi i przed tym obszarem wiedzy, jakim jest wycena przedsiębiorstw.

Poza wymienionymi zjawiskami w rzeczywistości gospodarczej można zaobserwować także zmiany zachodzące w nauce. Są one w części odpowiedzią na zmiany w gospodarce i w społeczeństwach, a po części są od nich niezależne. Przykładem

² Infrastruktura wyceny oznacza podstawowe elementy (instytucje), których istnienie generuje informacje o procesach rynkowych oraz obszarach regulowanych, niezbędnych do przeprowadzenia prawidłowego procesu wyceny. Do instytucji tych należy zaliczyć sprawnie funkcjonujące rynki: kapitałowy, kredytowy, walutowy, pieniężny, charakteryzujące się wysoką konkurencyjnością i przejrzystością zasad, sprawny system rozstrzygania sporów gospodarczych, jak również dostępność danych z wymienionych rynków, dostęp do informacji o przeprowadzonych transakcjach sprzedaży przedsiębiorstw, sprawozdań zarządów z działalności przedsiębiorstw, sprawozdań finansowych, statystyki publicznej, polityki makroekonomicznej i regulacyjnej państwa itp.

jest wzrost znaczenia badań interdyscyplinarnych w ramach nauk społecznych (wzorem nauk ścisłych) w związku z tym, że wielu zjawisk nie jesteśmy w stanie wyjaśnić, opierając się na jednej dziedzinie wiedzy. Do objaśnienia, zrozumienia rzeczywistości, w szczególności rzeczywistości gospodarczej, nie wystarczy wiedza *stricto* ekonomiczna. Po długim okresie matematyzacji ekonomii i finansów (począwszy od czasów Keynesa), która miała pomóc w unaukowieniu tych dyscyplin naukowych i w większym zapanowaniu nad przyszłością, nastąpił zwrot ekonomii, finansów (w mniejszym stopniu nauk o zarządzaniu, które od dawna wykazują silne związki z innymi naukami behawioralnymi) w kierunku innych nauk społecznych, takich jak psychologia i socjologia. Wpływ na nauki o zarządzaniu, ekonomię i finanse wywierają także inne dziedziny wiedzy, takie jak nauki przyrodnicze (czego wyrazem jest zjawisko ekologizacji tych dziedzin). Biorąc pod uwagę, że wycena przedsiębiorstw to obszar wiedzy wchodzący w skład nauk społecznych, bazujący zarówno na teoriach ekonomicznych, wiedzy z zakresu nauk o zarządzaniu, jak i metodach i narzędziach charakterystycznych dla finansów, można sformułować pytanie, jak na opisane zmiany reagują teoria, metodyka i praktyka wyceny przedsiębiorstw. Wycena przedsiębiorstwa jest skomplikowanym procesem w związku z tym, że przedsiębiorstwo jest złożonym bytem, który wciąż ulega przeobrażeniom na skutek zmian zachodzących w jego wnętrzu i w jego otoczeniu. Aby zapanować nad procesem wyceny przedsiębiorstwa w latach 90. XX wieku w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie zainicjowano proces standaryzacji tego obszaru. W tym miejscu należy zaznaczyć, że pierwszym obszarem wyceny, współcześnie, na początku lat 80. XX wieku, objętym standaryzacją, była wycena nieruchomości. Było to spowodowane koniecznością zapanowania nad nieprawidłowościami, które zakłócały funkcjonowanie rynków. Wprowadzenie w wielu krajach minimalnych wymogów, jakie należy spełnić, przeprowadzając wycenę przedsiębiorstw, miało na celu zapewnienie poprawności procesu wyceny. Określenie tych wymogów ułatwiło ocenę jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa. W Polsce od początku procesu transformacji gospodarczej (i ustrojowej) problem jakości sporządzanych wycen przedsiębiorstw też był dostrzegany, ale standardy wyceny przedsiębiorstw zostały wprowadzone względnie niedawno (w 2011 r.). Istotne jest zatem zbadanie, czy i w jaki sposób standardy wyceny przedsiębiorstw mogą wpływać na jakość procesu wyceny przedsiębiorstwa. Jest wiele przesłanek do podjęcia tego problemu badawczego. Jedną z nich jest, opisana wcześniej, kwestia zmian zachodzących w samych przedsiębiorstwach i ich otoczeniu. Kolejną jest występowanie wielu problemów i kontrowersji dotyczących teorii wyceny przedsiębiorstwa. Ich pierwsza grupa jest związana z teorią wartości. Druga dotyczy metodyki wyceny, stosowanych metod i narzędzi, sposobów obliczania określonych parametrów. Ostatnia zaś to dotychczasowe wyniki przeprowadzonych przez D. Zarzeckiego badań poświęconych jakości sporządzonych w Polsce na potrzeby prywatyzacyjne wycen przedsiębiorstw, wskazujących na występowanie licznych błędów w raportach z wyceny. Na podstawie tak sformułowanego problemu badawczego określono podstawowy cel pracy. Jest nim analiza historycznych

uwarunkowań powstania standardów wyceny przedsiębiorstw, następnie ustalenie stanu obecnego standardów i ich wpływu na jakość procesu wyceny przedsiębiorstw oraz wskazanie przyszłego kierunku zmian w standardach wyceny przedsiębiorstw. Implementacja standardów wyceny może odgrywać pozytywną rolę w poprawie jakości procesu wyceny przedsiębiorstwa, podnosząc merytoryczny poziom wycen przedsiębiorstwa. Standardy mogą również obniżać merytoryczny poziom wycen, np. jeśli nie uwzględniają zmian zachodzących w teorii i metodyce lub gdy nazbyt sztywne regulacje w nich zawarte nie są dopasowane do rzeczywistości, a stosowanie tych reguł prowadzi do błędów. W korespondencji z tak sformułowanym celem głównym wyznaczono następujące cele szczegółowe:

1. Określenie teoretycznych podstaw wyceny przedsiębiorstw.
2. Ustalenie genezy standardów wyceny przedsiębiorstw.
3. Analiza zakresu regulacji standardów wyceny przedsiębiorstw.
4. Wskazanie podobieństw i różnic pomiędzy standardami wyceny przedsiębiorstw.
5. Zidentyfikowanie metodycznych problemów, przed którymi stoją eksperci z zakresu wyceny przedsiębiorstw, w procesie wyceny przedsiębiorstw.
6. Określenie konieczności istnienia standardów wyceny, jak również ich użyteczności i aktualności z punktu widzenia ich użytkowników.
7. Zidentyfikowanie rodzajów błędów, kontrowersji występujących w praktyce wyceny przedsiębiorstw.
8. Określenie zgodności raportów z wycen ze standardami wyceny przedsiębiorstw.
9. Ustalenie wagi (istotności) popełnianych w praktyce wyceny błędów dla jakości wycen przedsiębiorstw.
10. Przeanalizowanie wybranych problemów metodycznych w wycenie przedsiębiorstw związanych z metodami, narzędziami, ze standardami, które wpływają na jakość procesu wyceny, i zaproponowanie ewentualnych zmian w tym zakresie.

W pracy zrezygnowano z hipotez na rzecz pytań badawczych stosowanych szczególnie w naukach o zarządzaniu. W związku tym cele szczegółowe stały się podstawą sformułowania następujących pytań badawczych:

1. Jakie są podstawy teoretyczne wyceny przedsiębiorstw?
2. Jaka jest geneza standardów wyceny przedsiębiorstw?
3. Jakie obszary regulują standardy wyceny przedsiębiorstw?
4. Jakie są różnice między standardami wyceny przedsiębiorstw?
5. Jakie problemy w wycenie przedsiębiorstw napotykają eksperci?
6. Czy potrzebne są standardy wyceny przedsiębiorstw oraz jaka jest ich użyteczność i aktualność z punktu widzenia ich użytkowników?
7. Jakie typy błędów, kontrowersji można wyróżnić w praktyce wyceny przedsiębiorstw oraz jakich uchybień można uniknąć dzięki standardom?
8. Czy raporty z wycen są zgodne ze standardami wyceny przedsiębiorstw?
9. Jaki jest poziom istotności błędów popełnianych w praktyce wyceny przedsiębiorstw?

10. Czy i jakich zmian wymagają wybrane metody, narzędzia wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw w celu poprawy jakości procesu wyceny przedsiębiorstw?

Osiągnięciu wymienionych celów i udzieleniu odpowiedzi na postawione pytania badawcze podporządkowano przyjętą metodykę badań. Starano się zastosować triangulację metod badawczych, a także triangulację danych. Badaniami objęto zarówno standardy wyceny przedsiębiorstw, raporty z wycen przedsiębiorstw i wybrane modele, narzędzia wykorzystywane w wycenie³. Przeprowadzone badania bazują na zebranych przez autora danych pierwotnych (ang. *primary data*) i danych wtórnych (ang. *secondary data*). Standardy wyceny przedsiębiorstw były analizowane z dwóch perspektyw: dokumentów, a także ich użytkowników (ekspertów z dziedziny wyceny przedsiębiorstw). Aby osiągnąć postawione cele, zastosowano zarówno badania zarówno niereaktywne, jak i reaktywne. W obrębie badań niereaktywnych posłużono się następującymi metodami: analizą dokumentów, *desk research* i analizą historyczno-porównawczą (ang. *historical-comparative research*). Analiza dokumentów została zastosowana do badania standardów wyceny przedsiębiorstw i polegała na znalezieniu najważniejszych znaczeń, najczęściej występujących wątków w tekście tych regulacji. Metoda ta znalazła także zastosowanie przy badaniu raportów z wycen przedsiębiorstw. Kolejną metodę – *desk research* – wykorzystano do analizy wcześniejszych opracowań naukowych poświęconych wybranym problemom metodycznym występującym w wycenie przedsiębiorstw. W zakresie studiów nad początkami wyceny oraz początkami regulacji dotyczącymi wyceny użyto analizy historyczno-porównawczej, w której wykorzystywano dokumenty, archiwa i materiały z różnych miejsc i okresów historycznych. W obszarze badań reaktywnych posłużono się badaniami ankietowymi opracowanymi w dwóch wersjach językowych (polskiej i angielskiej), skierowanymi do ekspertów z zakresu wyceny z wielu krajów. Badania znalazły zastosowanie zarówno w identyfikowaniu metodycznych problemów w procesie wyceny przedsiębiorstw, przed którymi stoją eksperci z zakresu wyceny przedsiębiorstw, jak i w weryfikacji potrzeby istnienia standardów wyceny przedsiębiorstw, a także ich użyteczności i aktualności.

Układ niniejszego opracowania jest podporządkowany postawionym celom badawczym (tab. 1). Praca składa się z sześciu rozdziałów. Pierwszy rozdział, zatytułowany „Teoretyczne podstawy wyceny przedsiębiorstw”, poświęcono teoretycznym fundamentom wyceny. W związku z tym najpierw zidentyfikowano w nim problemy definicyjne (ontologiczne), przybliżając naturę i charakter pojęć najważniejszych dla wyceny przedsiębiorstw. Następnie zwrócono uwagę na kwestie epistemologiczne, odnosząc się, zdaniem autora, do kluczowych dla wyceny teorii. Dotyczą one dwóch pojęć: „wartość” i „przedsiębiorstwo”. W związku z tym w tej części najpierw skoncentrowano się na problemach związanych z teorią wyceny przedsiębiorstw i własnością, a następnie odniesiono się do ewolucji teorii wartości

³ Badania realizowane były w ramach habilitacyjnego projektu badawczego nr N N113 261836 finansowanego przez Ministerstwo Nauki i Szkolnictwa Wyższego.

Tabela 1. Zagadnienia poruszane w poszczególnych rozdziałach pracy

<p>Wyszczególnienie</p>	<p>Rozdział 1 „Teoretyczne podstawy wyceny przedsiębiorstw”</p>	<p>Rozdział 2 „Uwarunkowania kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstw”</p>	<p>Rozdział 3 „Standaryzacja procesu wyceny przedsiębiorstw”</p>	<p>Rozdział 4 „Proces wyceny w świetle wybranych standardów wyceny przedsiębiorstw”</p>	<p>Rozdział 5 „Znaczenie standardów wyceny przedsiębiorstw dla jakości procesu wyceny”</p>	<p>Rozdział 6 „Wybrane problemy metodyczne wyceny przedsiębiorstw istotne dla jakości procesu wyceny”</p>
<p>Cele szczegółowe</p>	<p>Określenie teoretycznych podstaw wyceny przedsiębiorstw</p>	<p>Zidentyfikowanie rodzajów błędów, kontrowersji w praktyce wyceny przedsiębiorstw (na podstawie literatury przedmiotu).</p>	<p>Ustalenie genyzy standardów wyceny przedsiębiorstw.</p>	<p>Określenie zakresu regulacji standardów wyceny przedsiębiorstw. Wskazanie podobieństw i różnic pomiędzy standardami wyceny przedsiębiorstw.</p>	<p>Zidentyfikowanie metodycznych problemów w procesie wyceny przedsiębiorstw, przed którymi stoją eksperci z zakresu wyceny przedsiębiorstw. Określenie niezbędności istnienia standardów wyceny, jak również ich użyteczności i aktualności z punktu widzenia ich użytkowników. Zidentyfikowanie rodzajów błędów, kontrowersji w praktyce wyceny przedsiębiorstw (na podstawie przeprowadzonych badań raportów z wycen). Określenie zgodności raportów z wycen ze standardami wyceny przedsiębiorstw. Ustalenie wagi (istotności) błędów popełnianych w praktyce dla jakości wycen przedsiębiorstw.</p>	<p>Przeanalizowanie wybranych problemów metodycznych w wycenie przedsiębiorstw związanych z metodami, narzędziami, ze standardami, które wpływają na jakość procesu wyceny, i zaproponowanie ewentualnych zmian w tym zakresie.</p>

Pytania badawcze	Jakie są podstawy teoretyczne wyceny przedsiębiorstw?	Jakie typy błędów, kontrowersji można wyróżnić w praktyce wyceny przedsiębiorstw?	Jaka jest geneza standardów wyceny przedsiębiorstw?	Jakie obszary regulują standardy wyceny przedsiębiorstw? Jakie są różnice między standardami wyceny przedsiębiorstw?	Jakie problemy w wycenie przedsiębiorstw napotykają eksperci? Czy potrzebne są standardy wyceny przedsiębiorstw oraz jaka jest ich użyteczność i aktualność z punktu widzenia ich użytkowników? Jakie typy błędów można wyróżnić w praktyce wyceny przedsiębiorstw oraz jakich uchybień można uniknąć dzięki standardom? Czy raporty z wycen są zgodne ze standardami wyceny przedsiębiorstw? Jaki jest poziom istotności błędów popełnianych w praktyce wyceny przedsiębiorstw?	Czy i jakich zmian wymagają wybrane metody, narzędzia wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw do poprawy jakości wyceny przedsiębiorstw?
------------------	---	---	---	---	--	---

Źródło: opracowanie własne.

i do problemu racjonalności. Kolejną część tego rozdziału poświęcono wybranym teoriom przedsiębiorstwa, dotyczącym samej jego istoty, celów osiąganych przez przedsiębiorstwo i zjawisk decydujących o jego wartości. Kolejną kwestią poruszaną w pierwszym rozdziale są problemy aksjologiczne w wycenie przedsiębiorstw.

Rozważania zaprezentowane w drugim rozdziale pt. „Uwarunkowania kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstw” koncentrują się na problemie rodzajów błędów i kontrowersji pojawiających się w praktyce wyceny przedsiębiorstw na podstawie literatury przedmiotu. Dlatego w pierwszej kolejności zdefiniowano proces wyceny przedsiębiorstw i określono czynniki oddziałujące na jego jakość, a następnie zaproponowano bazującą na studiach literaturowych typologię błędów w teorii, metodyce i praktyce wyceny. W dalszej części tego rozdziału na podstawie dostępnej literatury przeanalizowano różne klasyfikacje typowych błędów występujących w procesie wyceny przedsiębiorstw i uporządkowano kategorie błędów związanych z wyceną przedsiębiorstw. Odniesiono się też do prawnych uwarunkowań procesu wyceny przedsiębiorstw, wskazując na wybrane podstawy prawne wyceny przedsiębiorstw w Polsce i związane z tym kontrowersje. Ukazano również wpływ orzeczeń sądów (w których określane są wymogi dotyczące wnioskowania i stosowania określonych narzędzi) na jakość procesu wyceny przedsiębiorstw. Rozdział ten kończy analiza dotychczasowych badań nad jakością polskiej praktyki wyceny przedsiębiorstw.

Trzeci rozdział – „Standaryzacja procesu wyceny przedsiębiorstw” – koncentruje się na ustaleniu genezy standardów wyceny przedsiębiorstw. Wskazano w nim na historyczny kontekst procesu standaryzacji wyceny przedsiębiorstw i opisano pierwsze próby regulowania wyceny. Następnie prześlędzono współczesny proces standaryzacji wyceny przedsiębiorstw na rynku amerykańskim, który stał się punktem odniesienia dla innych krajów. W dalszej kolejności dokonano charakterystyki i klasyfikacji rozwiązań w zakresie regulacji procesu wyceny przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Wielkiej Brytanii, Niemczech, we Włoszech, w Czechach, Nowej Zelandii, Australii, Chinach (Hongkong), Indiach i w Polsce, identyfikując jednocześnie organizacje propagujące standardy wyceny przedsiębiorstw. Analizą objęto również dwie organizacje międzynarodowe zrzeszające kilkadziesiąt organizacji z zakresu wyceny z kilkudziesięciu krajów świata.

Traktując standardy wyceny przedsiębiorstw jako instrument kształtowania jakości procesu wyceny przedsiębiorstw, należy określić ich zakres regulacji, wskazać podobieństwa w rozumieniu procesu wyceny, zidentyfikować różnice w wymogach, w wytycznych między różnymi rodzajami standardów wyceny przedsiębiorstw. W związku z tym czwarty rozdział – „Proces wyceny w świetle wybranych standardów wyceny przedsiębiorstw” – poświęcono tym właśnie zagadnieniom. Zasadniczą jego część stanowi przeprowadzona analiza porównawcza dwunastu standardów wyceny przedsiębiorstw. Wśród analizowanych standardów znalazły się cztery standardy amerykańskie, standardy kanadyjskie, australijskie, nowozelandzkie, chińskie (Hongkong), niemieckie, polskie i dwa standardy międzynarodowe. Analiza porównawcza przeprowadzona została na podstawie 20 kryteriów.

Piąty rozdział – „Znaczenie standardów wyceny przedsiębiorstw dla jakości procesu wyceny” – zawiera wyniki dwóch rodzajów badań. W pierwszych badaniach ankietowych przeprowadzonych wśród ekspertów zajmujących się wyceną przedsiębiorstw z wielu krajów, w tym głównie ze Stanów Zjednoczonych, z Polski, Rumunii, Kanady, Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii i Australii, prezentowane są ich opinie w kwestii problemów, jakie napotyka współczesna wycena przedsiębiorstw. W dalszej części tego rozdziału zawarto analizę opartą na tych samych badaniach, przydatności, użyteczności i aktualności funkcjonujących standardów wyceny przedsiębiorstw. Następnie zaprezentowano wyniki badań 31 raportów z wycen przedsiębiorstw przeprowadzonych w Polsce w latach 2003-2012 pod kątem ich zgodności z typowymi wymogami zawartymi w standardach wyceny przedsiębiorstw. Opierając się na tych badaniach, zidentyfikowano również rodzaje błędów występujących w praktyce wyceny przedsiębiorstw oraz wskazano, jakich uchybień w procesie wyceny można uniknąć, stosując się do wytycznych zawartych w standardach wyceny. Na podstawie przeprowadzonych badań raportów z wycen starano się również ustalić wagi (istotności) popełnianych w praktyce błędów.

Rozdział szósty – „Wybrane problemy metodyczne wyceny przedsiębiorstw istotne dla jakości procesu wyceny” – odnosi się jedynie do części z wielu problemów metodycznych związanych ze stosowaniem określonych narzędzi, modeli, metod wykorzystywanych w procesie wyceny przedsiębiorstw, które występują w wycenie przedsiębiorstw. W rozdziale tym skoncentrowano się na trzech szczegółowych problemach dostrzeżonych w badaniach prezentowanych w rozdziale piątym. Jeden z nich jest związany z kosztem kapitału. Problem ten sygnalizowany był przez respondentów w trakcie badań ankietowych dotyczących kluczowych trudności w procesie wyceny. Kolejne dwa problemy związane ze standardami wartości i korektami wartości (premie i dyskonta) są efektem analizy błędów popełnionych w raportach z wyceny przedsiębiorstw, które były przedmiotem badania. Przeprowadzone badania wykazały bowiem, że zagadnienia te są często pomijane w raportach z wycen, co jest niezgodne z metodyką zalecaną w większości standardów wycen przedsiębiorstw.

Poruszana w niniejszej rozprawie problematyka wyceny przedsiębiorstwa zawiera elementy, które pozwalają zakwalifikować ją do dyscypliny zarówno nauk o zarządzaniu, jak i ekonomii oraz – częściowo – finansów, na co wskazali recenzenci. Marian Gorynia stwierdza: „Trudno jest przeprowadzić linię demarkacyjną pomiędzy obszarami zainteresowań ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu w odniesieniu do problematyki przedsiębiorstwa”⁴. Z recenzji pracy wynika, że poruszane w niej zagadnienia najbliższe są naukom o zarządzaniu oraz ekonomii. Zdaniem autora w wycenie przedsiębiorstw widoczne jest przenikanie się ekonomii, nauk o zarządzaniu i finansów, niemniej jednak większość argumentów przemawia za

⁴ M. Gorynia, T. Kowalski, *Nauki ekonomiczne i ich klasyfikacja a wyzwania współczesnej gospodarki*, „*Ekonomista*” 2013, nr 4, s. 463.

zaklasyfikowaniem problematyki poruszanej w niniejszej pracy do dyscypliny nauk o zarządzaniu (tab. 2). Przemawiają za tym następujące argumenty:

- W wycenie przedsiębiorstw ujmuje się przedsiębiorstwo wieloaspektowo, uwzględniając w procesie wyceny przedsiębiorstwa aspekty zarówno ekonomiczne, kwalifikacje kadry zarządzającej, strukturę własności, relacje między właścicielami przedsiębiorstwa, perspektywę przedsiębiorstwa oraz perspektywę rynków, jak i aspekty prawne, technologiczne, finansowe i wiele innych.
- Dla wyceny przedsiębiorstw kluczowy charakter mają decyzje związane z alokacją zasobów.

Tabela 2. Podobieństwa między wyceną przedsiębiorstw i naukami o zarządzaniu

Nauki o zarządzaniu	Wycena przedsiębiorstw
<p>„Nauki o zarządzaniu patrzą na przedsiębiorstwo wieloaspektowo, z założenia przyjmując postawę interdyscyplinarną”^a.</p> <p>„(...) nauki o zarządzaniu z założenia muszą mieć nachylenie interdyscyplinarne i uwzględniać nie tylko aspekty ekonomiczne (optymalizacyjne), ale także inne – psychologiczne, socjologiczne, politologiczne, prawne, technologiczne, demograficzne, a o »adekwatności danego rozwiązania« w zarządzaniu decyduje jego końcowy wymiar finansowy”^b.</p>	<p>W wycenie również patrzy się na przedsiębiorstwo wieloaspektowo, przyjmując postawę interdyscyplinarną.</p> <p>W wycenie uwzględnia się aspekty ekonomiczne, kwalifikacje kadry zarządzającej, konflikty między właścicielami przedsiębiorstwa, strukturę własności, perspektywy przedsiębiorstwa oraz perspektywy rynków, w których funkcjonuje; istotne są aspekty prawne, technologiczne, finansowe i wiele innych.</p>
<p>„(...) nauki o zarządzaniu (w porównaniu do ekonomii i finansów) są bliższe rzeczywistości”^c.</p>	<p>Wycena przedsiębiorstw jest bliska praktyce gospodarczej i ma użyteczny charakter.</p>
<p>„(...) zarządzanie zajmuje się alokacją i koordynacją wykorzystania zasobów wewnątrz firmy”^d.</p>	<p>Dla wyceny przedsiębiorstw kluczowy charakter mają decyzje związane z alokacją zasobów.</p>
<p>„Nauki o zarządzaniu wywodzą się z całkowicie odmiennego podejścia badawczego. Początkowo wyłaniały się z praktyki gospodarczej i były mieszkanką studiów przypadku, intuicji i zdrowego rozsądku. W warstwie metodycznej odwoływały się głównie do indukcji”^e.</p>	<p>Metodyka wyceny przedsiębiorstw, a w szczególności standardy wyceny przedsiębiorstw, są funkcją konkretnych przypadków, intuicji, zdrowego rozsądku. Proces wyceny w warstwie metodycznej odwołuje się głównie do indukcji.</p>
<p>„Podstawowy problem (nauk o zarządzaniu) sprowadzał się do trudności z teoretyzowaniem, czyli z budowaniem twierdzeń o poziomie ogólności przekraczającym zakres zbadanych przypadków”^f.</p>	<p>Wycena przedsiębiorstw jest z natury bardzo sytuacyjna, kontekstowa, co utrudnia budowanie twierdzeń i naraża na zarzut braku naukowości (jeśli naukę rozpatrujemy w kategoriach pozytywnych, a nie normatywnych). Stąd też wobec wyceny przedsiębiorstw często używa się sformułowania, że bliżej jej do sztuki niż do nauki.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Gorynia, T. Kowalski, wyd. cyt., ^a s. 467, ^b s. 464, ^c s. 464, ^d s. 462, ^e s. 465, ^f s. 465.

- Metodyka wyceny przedsiębiorstw, a w szczególności standardy wyceny przedsiębiorstw, są funkcją konkretnych przypadków, intuicji, zdrowego rozsądku, a w warstwie metodycznej odwołuje się głównie do indukcji.
- Wycena przedsiębiorstw jest z natury bardzo sytuacyjna, kontekstowa, co utrudnia budowanie twierdzeń.

Za takim punktem widzenia przemawia także to, że w pracy analizowano pojedyncze przypadki lub obiekty, badane były praktyczne rekomendacje i regulacje zawarte w standardach wyceny, które używane są w konkretnych przypadkach wycen, badano także opinie ekspertów z zakresu wyceny przedsiębiorstw i jakość raportów na przykładzie kilkudziesięciu szczegółowych przypadków. Dodatkowo wnioski dotyczące badania treści standardów wyceny i typowych błędów popełnianych przy wycenie przedsiębiorstw mają istotne znaczenie dla menedżerów, właścicieli, inwestorów oraz innych ekspertów. Wnioski dotyczące poprawy jakości są ważne dla kadry zarządzającej poszczególnych podmiotów (np. przedsiębiorstw, w których następują zmiany właścicielskie, rozważających przejęcia innych podmiotów). Równocześnie problematyka wyceny przedsiębiorstw zbieżna jest z problematyką historycznie dość młodej koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, która często klasyfikowana jest w ramach dyscypliny nauki o zarządzaniu.

W tym miejscu chciałbym serdecznie podziękować recenzentom rozprawy – Panu dr. hab. Andrzejowi Jakiemu, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, i Panu dr. hab. Tomaszowi Wiśniewskiemu, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego w Szczecinie – za niezwykle cenne uwagi i sugestie, które przyczyniły się do podniesienia poziomu merytorycznego tej pracy i które nadały jej ostateczny kształt. Słowa podziękowania kieruję także do Pana prof. dr. hab. Jana Lichtarskiego – kierownika Katedry Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstwa, Pana prof. dr. hab. Stanisława Nowosielskiego – kierownika Katedry Zarządzania Procesami Gospodarczymi, i dr. hab. Tadeusza Dudycza, prof. Politechniki Wrocławskiej, których uwagi, sugestie i konstruktywna krytyka podczas licznych zebrań katedralnych oraz seminariów naukowych wpłynęły na moją percepcję zagadnień prezentowanych w niniejszej rozprawie. Będę również wdzięczny za sygnalizowanie wszelkich niedociągnięć, jakie czytelnicy dostrzegą w niniejszej pracy, pozwoli to bowiem ulepszyć jakość prezentowanej rozprawy.