

MICHAŁ GRUDZIŃSKI

HISTORYCZNE UWARUNKOWANIA ROZWOJU RYNKU WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE – WYBRANE ZAGADNIENIA*

Słowa kluczowe: wycena przedsiębiorstw, prywatyzacja, rynek kapitałowy

Keywords: business valuation, privatization, capital market

Klasyfikacja JEL: G18, G28, G38

Wprowadzenie

Rynek wyceny przedsiębiorstw można zdefiniować jako abstrakcyjne miejsce, w którym dochodzi do spotkania popytu na usługi wyceny przedsiębiorstw z ich podażą. W Polsce do końca lat osiemdziesiątych XX wieku, z uwagi na panującą ustrój gospodarczy, praktycznie nie istniało zapotrzebowanie na usługi wyceny przedsiębiorstw. Skutkiem tego był brak publikacji poświęconych metodyce wyceny. Sytuacja zmieniła się na początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Było to związane z rozpoczęciem w tym okresie procesem transformacji ustrojowej. Wielu autorów podkreśla, że proces przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych oraz rozwój rynku kapitałowego były podstawowymi czynnikami, które ukształtowały rynek wyceny przedsiębiorstw w Polsce¹. Wymienione czynniki miały istotny wpływ zarówno na strukturę tego rynku, jak i na stosowaną metodykę wyceny. Zachodzącym w tym zakresie przemianom towarzyszyła również rosnąca liczba regulacji prawnych oraz publikacji naukowych poświęconych tematyce wyceny przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę wspomniane okoliczności, w niniejszym artykule podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób proces przekształceń własnościowych oraz rozwój rynku kapitałowego wpłynęły na rynek wyceny przedsiębiorstw w Polsce.

* Praca naukowa finansowana ze środków na naukę w latach 2010–2013 jako projekt badawczy

¹ A. Jaki: *Wycena przedsiębiorstw w Polsce – doświadczenia i perspektywy*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie nr 570, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2002, s. 16–28; S. Kasiewicz, E. Mączyńska: *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999, s. 101–104.

Proces przekształceń własnościowych w Polsce

Proces przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych był istotnym elementem przemian społeczno-gospodarczych, które zaszły w Polsce po 1989 roku. Podstawową formą wspomnianych przekształceń była prywatyzacja. Zapoczątkowała ją przyjęta w 1990 roku ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, która w 1997 roku została zastąpiona przez ustawę o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych². Jedną z charakterystycznych cech polskiego modelu prywatyzacji była różnorodność metod, form oraz ścieżek przeprowadzania tego procesu³. Stosowane metody najogólniej można podzielić na dwa rodzaje – prywatyzację bezpośrednią i prywatyzację poprzez komercjalizację. Prywatyzacja bezpośrednia polega na rozporządzeniu wszystkimi składnikami materialnymi i niematerialnymi majątku przedsiębiorstwa państwowego poprzez sprzedaż, wniesienia do spółki lub oddanie przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania. Z kolei prywatyzacja pośrednia sprowadza się do przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę Skarbu Państwa (komercjalizację), a następnie zbycia powstałych w ten sposób udziałów (akcji). Nie wszystkie przedsiębiorstwa państwowe objęte procesem komercjalizacji były prywatyzowane metodą pośrednią. Wspomniane wcześniej ustawy przewidywały również inne formy udostępniania udziałów (akcji) spółek powstałych w wyniku komercjalizacji. Jedną z nich było nieodpłatne zbycie na rzecz jednostek samorządu terytorialnego (JST). Inną formą była komercjalizacja z konwersją wierzytelności. Polegała ona na przekształceniu przedsiębiorstwa państwowego w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością z udziałem wierzycieli, w celu restrukturyzacji finansowej. Podstawę prawną do przeprowadzenia tej operacji stanowiły przepisy Działu III ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji. Dział ten został wykreślony z ustawy w 2001 roku. Inną przewidzianą w polskim prawodawstwie metodą prywatyzacji skomercjalizowanych przedsiębiorstw państwowych było udostępnienie ich udziałów (akcji) w ramach bakowego postępowania ugodowego (BPU). Prowadzono je w oparciu o przepisy ustawy o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz zmianie niektórych ustaw⁴. Ważną rolę w procesie przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych odegrała również, uchwalona w 1993 roku, ustawa o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji⁵. Na jej podstawie w grudniu 1994 roku utworzono 15 Narodowych Funduszy Inwestycyjnych (NFI), do których Skarb Państwa wniósł akcje 512 spółek parterowych. Prywatyzacja i komercjalizacja nie były jedynymi stosowanymi w Polsce formami przekształceń własnościowych przedsię-

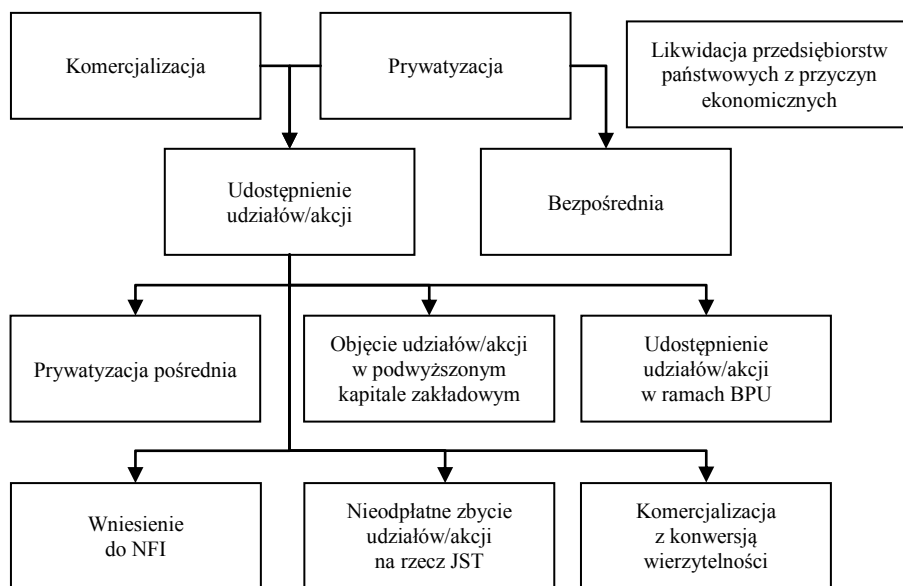
² Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, DzU 1990, nr 51 poz. 298; ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, DzU 1996, nr 118 poz. 561, ze zm.

³ *Prywatyzacja rynek kapitałowy w Polsce*, red. J. Czekaj, S. Owsiak, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1999, s. 14.

⁴ Ustawy z dnia 3 lutego 1993 roku o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz zmianie niektórych ustaw, DzU nr 18, poz. 82, ze zm.

⁵ Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji, DzU 1993, nr 44 poz. 202, ze zm.

biorstw państwowych. Art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych umożliwia likwidację przedsiębiorstwa państwowego z przyczyn ekonomicznych. Procedurze tej podlegają podmioty prowadzące działalność gospodarczą ze stratą i nierokujące szans na poprawę⁶. Przyjęte w Polsce formy przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych po 1990 roku przedstawiono na rysunku 1.



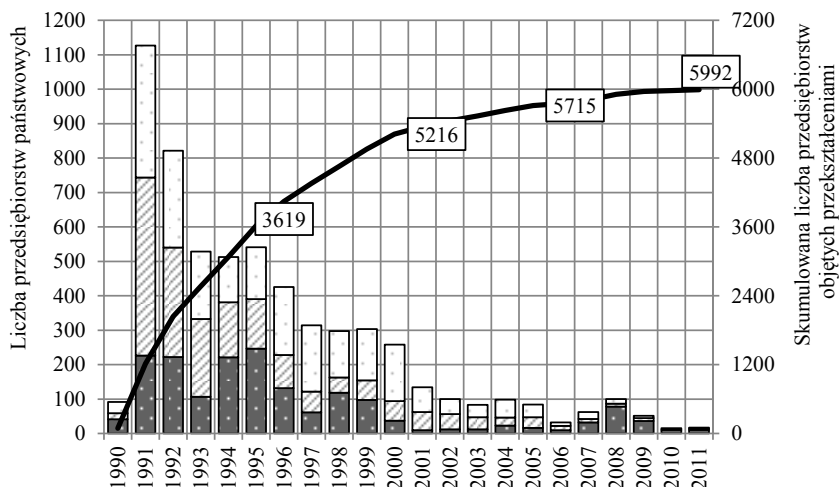
Rysunek 1. Formy przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych w Polsce po 1990 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Dynamika przekształceń własnościowych*, nr 68, Ministerstwo Skarbu Państwa, Departament analiz, Warszawa 2009.

O skali procesu przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych może świadczyć fakt, że tylko w 1991 roku przekształceniom tym poddano 1126 przedsiębiorstw. Na przedstawioną liczbę składało się 517 przedsiębiorstw poddanych likwidacji w trybie art. 19 ustawy o przedsiębiorstwach państwowych, 383 przedsiębiorstw prywatyzowane w ramach prywatyzacji bezpośredniej oraz 226 przedsiębiorstw skomerccjalizowanych. Ogółem, w latach 1990–2011 przekształceniom poddano blisko 6000 przedsiębiorstw. Największa liczba przedsiębiorstw została przekształcona poprzez prywatyzację bezpośrednią. Za pomocą tej formy przekształcono łącznie 2307 przedsiębiorstw państwowych. Nieco mniej, 1932 przedsiębiorstwa państwowe, poddano likwidacji w trybie art. 19 ustawy o przedsię-

⁶ Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych, DzU 1981, nr 24 poz. 122, ze zm.

biorstwach państwowych. W tym samym okresie skomercjalizowano 1753 przedsiębiorstwa państwowe (por. rys. 2).



* w trybie art. 19 ustawy z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych, DzU 1981, nr 24, poz. 122, ze zm.

Rysunek 2. Przebieg procesu przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych w Polsce w latach 1990–2011

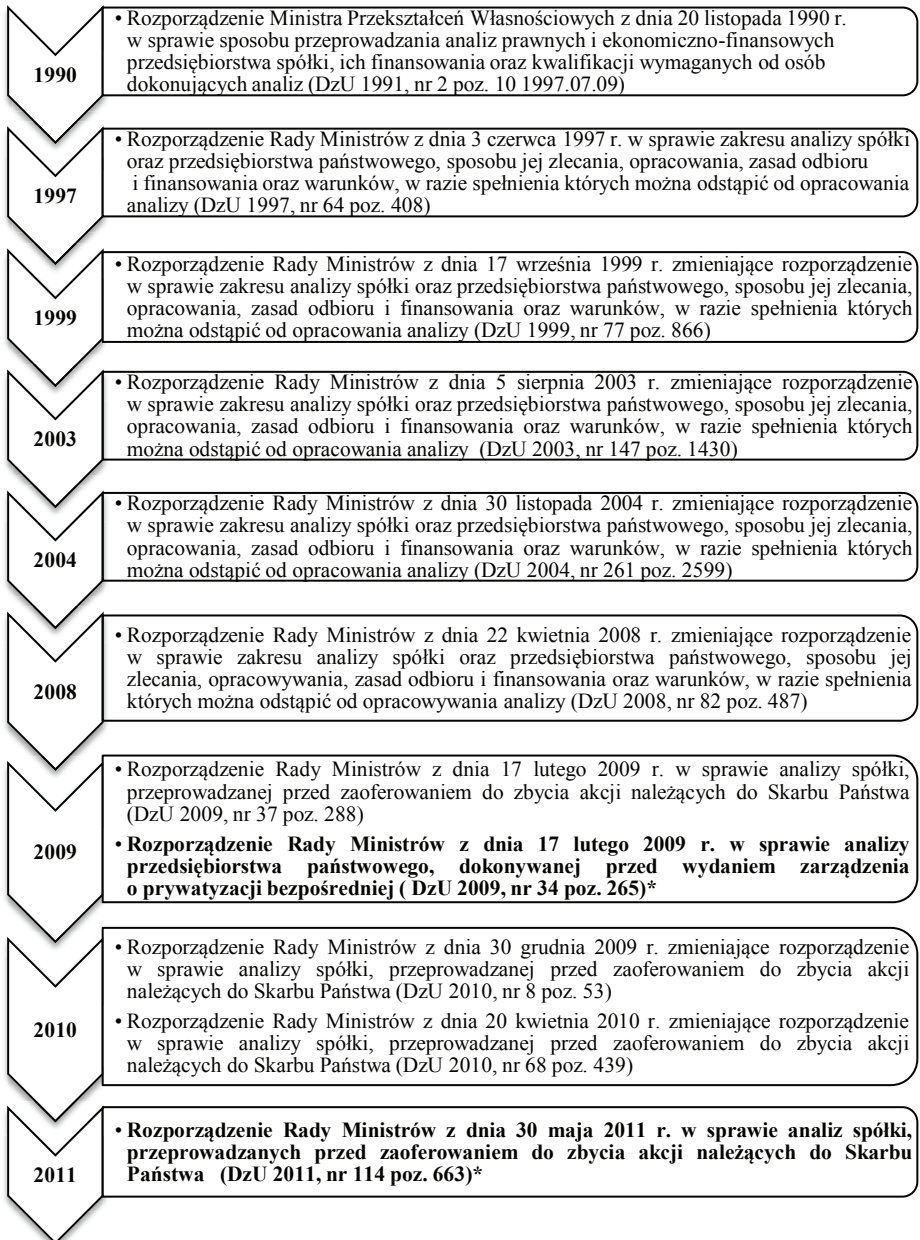
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Dynamika przekształceń własnościowych*, nr 68, Ministerstwo Skarbu Państwa, Departament analiz, Warszawa 2009, s. 12; *Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych stan na dzień 31 grudnia 2011 roku*, Ministerstwo Skarbu Państwa, http://prywatyzacja.msp.gov.pl/porta1/pr/23/Przekształcenia_wlasnosciowe.html (12.07.2012).

Przestawione dane wyraźnie wskazują, że liczba przedsiębiorstw państwowych poddawanych przekształceniom własnościowym w minionych dziesięciu latach była znacznie mniejsza niż w ostatniej dekadzie dwudziestego wieku. Niewątpliwie miało to również wpływ na kształt rynku wyceny przedsiębiorstw w Polsce.

Wycena przedsiębiorstw stanowi ważny element zarówno procesu prywatyzacji bezpośredniej, jak i pośredniej⁷. W przypadku prywatyzacji bezpośredniej, celem wyceny jest ustalenie wartości zbywanego mienia Skarbu Państwa. Natomiast przy prywatyzacji pośredniej wycena służy oszacowaniu wartości nominalnej oraz ceny emisyjnej (lub minimalnej ceny ofertowej) udostępnianych prywatnym nabywcom akcji (udziałów) pozostających dotychczas własnością Skarbu Państwa⁸. Na przestrzeni ostatnich dwudziestu lat akty wy-

⁷ H. Zadora: *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2010, s. 93–96.

⁸ A. Jaki: *op.cit.*, s. 16–28.



* pogrubioną czcionką oznaczono obowiązujące akty wykonawcze/

Rysunek 3. Historia zmian aktów wykonawczych określających zakres analiz prowadzonych na potrzeby procesu prywatyzacji w Polsce

Źródło: opracowanie własne.

konawcze regulujące przebieg procesu wyceny na potrzeby prywatyzacji były wielokrotnie zmieniane i nowelizowane (por. rys. 3).

Tabela 1

Różnice w minimalnych wymaganiach dotyczących sposobu prowadzenia wyceny na potrzeby procesu prywatyzacji bezpośredniej i pośredniej

Wyszczególnienie	Prywatyzacja bezpośrednia	Prywatyzacja pośrednia
Wymagana liczba stosowanych metod wyceny	– co najmniej dwie	– co najmniej dwie
Zalecane metody wyceny	– zdyskontowanych przepływów pieniężnych – wartości odtworzeniowej – wartości skorygowanych aktywów netto – rynkowej wartości likwidacyjnej – przy zastosowaniu mnożnika zysku	– nie wskazano
Minimalny zakres czynników, które należy uwzględnić dokonując wyboru metod wyceny	– sytuacja ekonomiczno-finansowa	– bieżąca sytuacja ekonomiczno-finansowa – uwarunkowania wynikające z przedmiotu działalności – charakter głównych źródeł generowania wolnych przepływów pieniężnych z prowadzonej działalności – struktury kapitału – produktywności posiadanych przez spółkę zasobów i sposobu ich wykorzystania w prowadzonej działalności

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, DzU 2009, nr 34 poz. 265 oraz Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie analiz spółki, przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa, DzU 2011, nr 114 poz. 663.

Obecnie istnieją dwa rozporządzenia określające zasady prowadzenia wyceny, oddzielne na potrzeby prywatyzacji bezpośredniej i pośredniej. Zasady przeprowadzania wyceny na potrzeby prywatyzacji pośredniej określa rozporządzenie w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa⁹. Natomiast zasady prowadzenia wyceny na potrzeby prywatyzacji bezpośredniej określa rozporządzenie w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego, dokonywanej przed wy-

⁹ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa, DzU 2011, nr 114, poz. 663.

daniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej¹⁰. Podstawowe różnice w zasadach wyceny obowiązujących w procesie prywatyzacji pośredniej i bezpośredniej przedstawiono w tabeli (por. tab. 1).

Zmniejszająca się skala procesu przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych musiała mieć negatywny wpływ na poziom zapotrzebowania na usługi wyceny przedsiębiorstw. Ograniczenie popytu na tego rodzaju usługi musiało wystąpić zarówno ze strony organów Skarbu Państwa, odpowiedzialnych za sprzedaż prywatyzowanych przedsiębiorstw, jak i potencjalnych inwestorów zainteresowanych ich kupnem.

Rozwój rynku kapitałowego

Oprócz procesu przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych, istotny wpływ na obecny kształt polskiego rynku wyceny przedsiębiorstw miał również rozwój rynku kapitałowego. Analizując historię rozwoju tego rynku, należy wziąć pod uwagę jego strukturę. Podstawową formą rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych, który ogólnie można podzielić na rynek publiczny i prywatny (niepubliczny) (por. rys. 4).

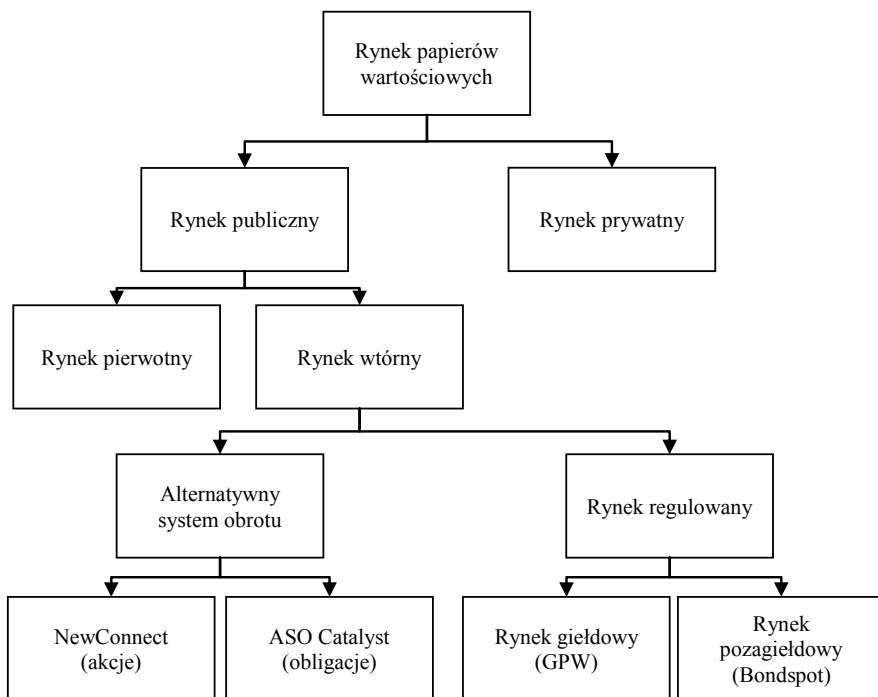
Ilościowa analiza rynku kapitałowego jest możliwa jedynie w przypadku rynku publicznego, ponieważ w Polsce nie prowadzi się usystematyzowanych statystyk dotyczących transakcji zawieranych na rynku niepublicznym. Dostępne dane dotyczące zawieranych tam transakcji są niepełne, a ich weryfikacja wykracza poza ramy niniejszej pracy.

Fundamentalne znaczenie dla procesu tworzenia rynku papierów wartościowych miała uchwalona w 1991 roku ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych¹¹. Konsekwencją wspomnianej ustawy było podpisanie przez Ministra Przekształceń Własnościowych i Ministra Finansów aktu założycielskiego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Pierwsza sesja giełdowa odbyła się 16 kwietnia 1991 roku. W początkowym okresie silny wpływ na ilościowy rozwój rynku kapitałowego miał opisywany wcześniej proces prywatyzacji. Znaczący wzrost liczby notowanych podmiotów nastąpił pod koniec lat dziewięćdziesiątych. W roku 2000 na warszawskiej giełdzie było notowanych 225 spółek, podczas gdy w 1995 roku tylko 65. Znaczący wzrost liczby notowanych spółek można było zaobserwować również w drugiej połowie pierwszej dekady dwudziestego pierwszego wieku. Liczba notowanych podmiotów zwiększyła się z 255 w 2005 roku do równo 400 w roku 2010 (por. rys. 5).

Wraz z rosnącą liczbą notowanych spółek na warszawskiej giełdzie, zwiększała się również liczba oraz wartość zawieranych transakcji. Znaczący wzrost obrotów nastąpił w latach 2005–2007. Liczba transakcji na jedną sesję wzrosła z blisko 20 tys. w 2005 roku

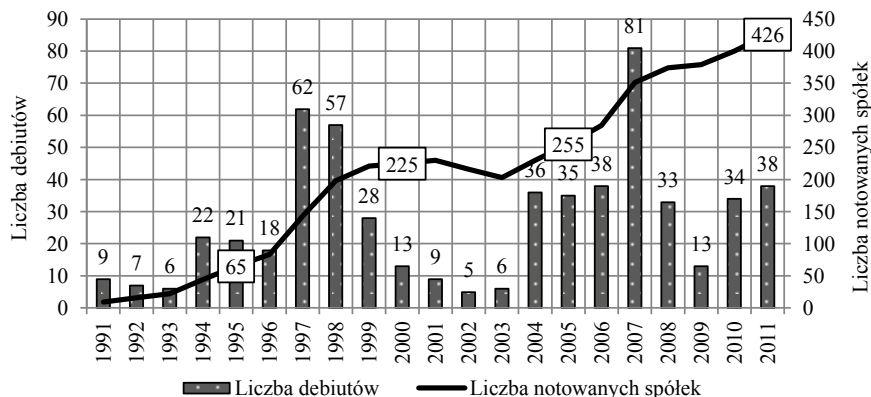
¹⁰ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, DzU 2009, nr 34, poz. 265.

¹¹ Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, DzU 1991, nr 35 poz. 155, ze zm.



Rysunek 4. Struktura rynku papierów wartościowych w Polsce

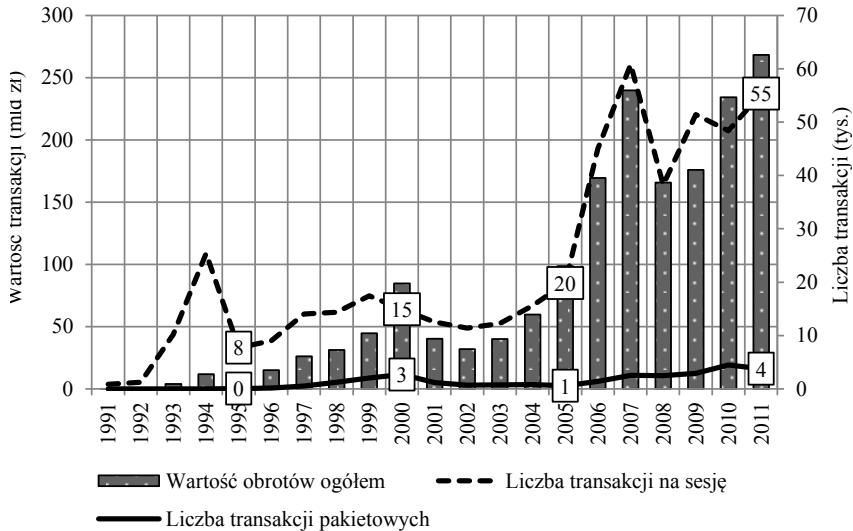
Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Podstawy Finansów*, red. K. Marecki, PWE, Warszawa 2008, s. 225.



Rysunek 5. Liczba spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1991–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – Dane rynkowe. Analizy i statystyki. Podstawowe statystyki GPW* (stan na czerwiec 2012), www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja (12.07.2012).

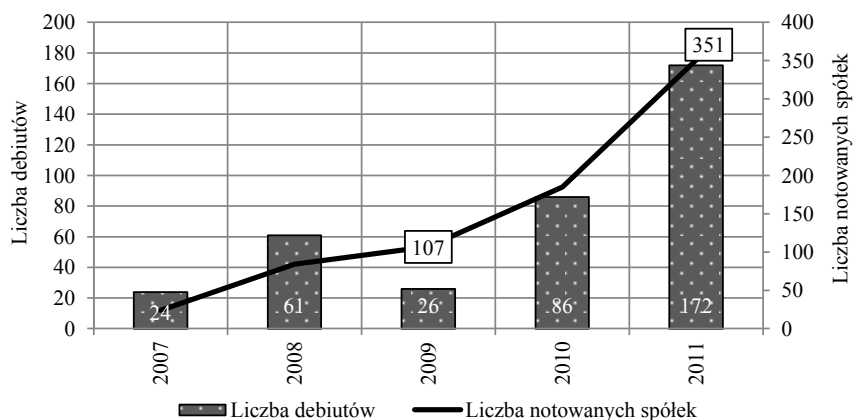
do ponad 60 tys. w 2007 roku, w tym samym okresie wartość obrotów (bez transakcji pakietowych) wzrosła z ponad 90 do blisko 231 mld zł (por. rys. 6).



Rysunek 6. Liczba i wartość transakcji zawieranych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1991–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – Dane rynkowe. Analizy i statystyki. Podstawowe statystyki GPW* (stan na czerwiec 2012), www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja (12.07.2012).

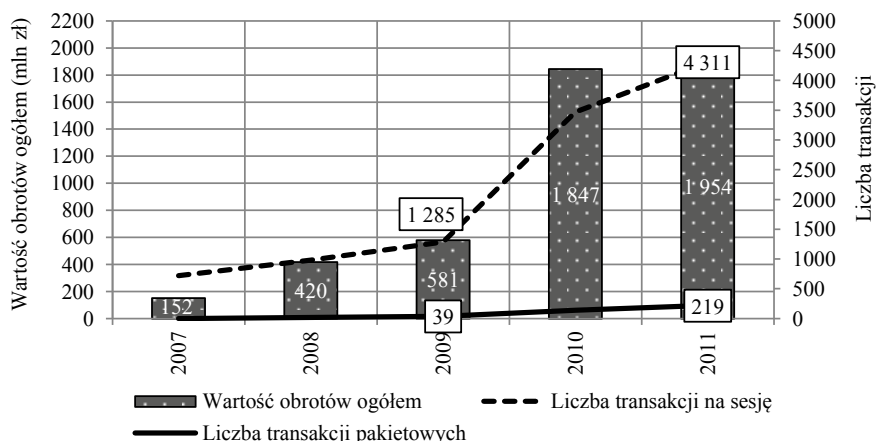
Istotnym wydarzeniem w historii rozwoju publicznego rynku papierów wartościowych było powstanie alternatywnego systemu obrotu w postaci rynku NewConnect. W założeniach rynek ten jest dedykowany młodym, innowacyjnym i dynamicznie rozwijającym się spółkom, które dzięki uproszczonym procedurom mają szansę na szybki dostęp do względnie taniego kapitału. Obowiązujące na nim mniejsze wymogi formalne wynikają z tego, że ma on formę rynku zorganizowanego, ale jest prowadzony poza rynkiem regulowanym. Niewątpliwym wpływem na rozwój tego rynku miał fakt, że został on uruchomiony w okresie panującego na świecie kryzysu finansowego. Pierwsza sesja miała miejsce 30 sierpnia 2007 roku. Mimo to, do końca 2007 roku na nowym rynku zadebiutowało 27 spółek. Znaczny wzrost liczby notowanych spółek nastąpił w 2011 roku. W tym okresie na rynku NewConnect zadebiutowały 172 spółki. W rezultacie, na koniec 2011 roku liczba notowanych spółek wynosiła 351 (por. rys. 7).



Rysunek 7. Liczba spółek notowanych na rynku NewConnect w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *NewConnect– Statystyki – Statystyki rynku – roczne* (stan na czerwiec 2012), www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne (12.07.2012).

Rynek NewConnect charakteryzuje się dużo mniejszą płynnością niż rynek główny GPW. Mimo to, również na nim można zauważyć wyraźny wzrost liczby i wartości zawieranych transakcji. Pod tym względem największe zmiany zaszły w latach 2009–2011. Liczba transakcji na jedną sesję wzrosła z blisko 1300 w 2009 roku do ponad 4300 w 2011 roku. Z kolei wartość zawieranych transakcji zwiększyła się w tym okresie z blisko 600 mln do niecałych 2 mld zł (por. rys. 8).



Rysunek 8. Liczba i wartość transakcji zawieranych na rynku NewConnect w latach 2007–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *NewConnect– Statystyki – Statystyki rynku – roczne* (stan na czerwiec 2012), www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne (12.07.2012).

Przedstawione dane wskazują, że publiczny rynek papierów wartościowych w Polsce znacznie rozwinął się w stosunku do stanu z początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Świadczy o tym wzrost liczby notowanych podmiotów oraz liczby i wartości zawieranych transakcji. Z uwagi na brak wiarygodnych danych, można jedynie przypuszczać, że w podobnym (o ile nie szybszym) tempie rozwijał się rynek niepubliczny.

Rozwój rynku kapitałowego spowodował wzrost zapotrzebowania na wyceny przedsiębiorstw wykonywane dla celów związanych z transakcjami kapitałowymi, zawieranymi pomiędzy podmiotami prywatnymi. Towarzyszył temu wzrost zapotrzebowania na wyceny sporządzane dla celów podatkowych. Wraz z rozwojem rynku kapitałowego rosło również znaczenie koncepcji zarządzania przez wartość. Wpłynęło to z kolei na wzrost zapotrzebowania na wyceny sporządzane dla celów informacyjnych.

Ewolucja metodyki wyceny

Wielu autorów zajmujących się tematyką wyceny przedsiębiorstw wskazuje, że jednym z kluczowych problemów, z jakimi spotykali się w praktyce w latach dziewięćdziesiątych były trudności w doborze i zastosowaniu metod wyceny. W przypadku wycen sporządzanych na potrzeby procesu prywatyzacji, katalog dopuszczalnych metod został wskazany w odpowiednich aktach wykonawczych, ale zawarte tam zapisy były mało precyzyjne i pozostawiały dużą dowolność interpretacji. Z kolei metody opisywane w literaturze bazowały na doświadczeniach krajów zachodnich i były niedostosowane do warunków polskich. Powodem tego była zarówno specyfika wycenianych przedsiębiorstw, jak i niski stopień rozwoju rynku kapitałowego¹².

Wielu autorów podkreślało, że jednym z podstawowych problemów, z jakimi spotykali się na początku lat dziewięćdziesiątych była skomplikowana struktura majątku wycenianych przedsiębiorstw. Problem ten dotyczył zwłaszcza przedsiębiorstw wycenianych na potrzeby procesu prywatyzacji. Przedsiębiorstwa te często dysponowały nadmiernym, zbędnym lub niedostosowanym do potrzeb majątkiem. Powodowało to trudności nie tylko przy zastosowaniu podejścia dochodowego i porównawczego, ale również majątkowego. Wartość księgowa poszczególnych składników majątku często nie odpowiadała ich wartości rynkowej. Oszacowanie wartości rynkowej było z kolei utrudnione z uwagi na brak odpowiednich baz danych¹³. Opisywane wcześniej zmiany zachodzące w polskiej gospodarce spowodowały, że obecnie większość wycen dotyczy podmiotów prywatnych. Ponadto,

¹² S. Wrzosek: *Wybrane problemy metodyczne wyceny prywatyzowanych przedsiębiorstw*, [w:] *Przekształcenia strukturalne i własnościowe przedsiębiorstw*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej imienia Oskara Langego we Wrocławiu nr 662, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1993, s. 93–98; Z. Luty, D. Jeżowska: *Cenotwórcze aspekty prywatyzowanych przedsiębiorstw (z doświadczeń prywatyzacji)*, [w:] *System informacyjny rachunkowość*, red. E. Nowak, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej imienia Oskara Langego we Wrocławiu nr 638, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1992, s. 63–70.

¹³ *Ibidem*.

znaczna część przedsiębiorstw państwowych została poddana procesom restrukturyzacji. W rezultacie można przypuszczać, że osoby obecnie zajmujące się wyceną przedsiębiorstw rzadziej spotykają się z problemem nadmiernych lub zbędnych aktywów. Trudności może natomiast budzić wycena aktywów niematerialnych i pozabilansowych, które w przypadku wielu obecnie działających przedsiębiorstw (zwłaszcza w sektorze nowych technologii) są głównym źródłem wartości.

Drugi z wymienionych czynników – niski stopień rozwoju rynku kapitałowego – oddziaływał zwłaszcza na możliwość zastosowania podejścia porównawczego i dochodowego. W przypadku podejścia porównawczego, problem polegał na ograniczonych możliwościach odniesienia się do transakcji rynkowych. Dotyczyło to zarówno transakcji zawieranych na rynku publicznym, jak i niepublicznym. Niewielka liczba spółek notowanych na GPW powodowała, że rzadko można było odnaleźć tam spółkę porównywalną. Dodatkowo, stosunkowo niska płynność tego rynku powodowała, że nawet w przypadku odnalezienia podobnego podmiotu, odniesienie się do jego rynkowej wyceny było bezcelowe. Rozwiązaniem tej sytuacji mogłoby być poszukiwanie transakcji na rynku niepublicznym. Problemem był jednak brak wyspecjalizowanych firm lub instytucji, które zbierałyby i udostępniały tego rodzaju informacje. Krótki okres działalności, niewielka liczba notowanych podmiotów oraz stosunkowo niski stopień płynności publicznego rynku obrotu papierami wartościowymi w Polsce powodowały również istotne problemy podczas stosowania podejścia dochodowego. Wymienione okoliczności uniemożliwiały bowiem oszacowanie wielu ważnych parametrów, stosowanych w podejściu dochodowym takich, jak na przykład rynkowa premia za ryzyko¹⁴. Rozwój rynku kapitałowego spowodował, że część z opisywanych powyżej problemów została rozwiązana. Rosnąca każdego roku liczba notowanych podmiotów powoduje, że obecnie łatwiej niż w latach dziewięćdziesiątych jest znaleźć spółkę porównywalną. Na rynku pojawiły się też wyspecjalizowane podmioty oferujące bazy danych dotyczące transakcji zawieranych na rynku niepublicznym.

Podsumowanie

Zarówno przebieg procesu prywatyzacji, jak i rozwój rynku kapitałowego, wywarły istotny wpływ na zmiany zachodzące na rynku wyceny przedsiębiorstw. W początkowym okresie wyceny były sporządzane przede wszystkim dla celów związanych z procesem przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych. Obecnie można przypuszczać, że dominuje zapotrzebowanie na wyceny przedsiębiorstw sporządzane na potrzeby transakcji kapitałowych zawieranych pomiędzy podmiotami prywatnymi. Większego znaczenia nabrała również informacyjna funkcja wyceny, co jest konsekwencją rosnącej popularności koncepcji zarządzania przez wartość. Istotnym elementem polskiego rynku wyceny przedsiębiorstw są również usługi świadczone na potrzeby procesów sądowych. Dotyczy

¹⁴ *Ibidem*.

to między innymi procesów o podział spadku, podział majątku między małżonkami oraz sporów między współnikami.

Literatura

Dynamika przekształceń własnościowych, nr 68, Ministerstwo Skarbu Państwa. Departament analiz, Warszawa 2009.

Gięda Papierów Wartościowych w Warszawie – Dane rynkowe. Analizy i statystyki. Podstawowe statystyki GPW (stan na czerwiec 2012), www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja (12.07.2011).

Jaki A.: *Wycena przedsiębiorstw w Polsce – doświadczenia i perspektywy*, [w:] *Prace z zakresu ekonomiki i organizacji przedsiębiorstw*, red. R. Borowiecki, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie nr 570, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2002.

Kasiewicz S., Mączyńska E.: *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie wartością firmy*, red. A. Herman, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 1999.

Luty Z., Jeżowska D.: *Cenotwórcze aspekty prywatyzowanych przedsiębiorstw (z doświadczeń prywatyzacji)*, [w:] *System informacyjny rachunkowość*, red. E. Nowak, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej imienia Oskara Langego we Wrocławiu nr 638, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1992.

NewConnect – Statystyki – Statystyki rynku – roczne (stan na czerwiec 2012), www.newconnect.pl/index.php?page=statystyki_ryнку_roczne (12.07.2012).

Podstawy Finansów, red. K. Marecki, PWE, Warszawa 2008.

Prywatyzacja rynek kapitałowy w Polsce, red. J. Czekaj, S. Owsiak, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1999.

Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych stan na dzień na dzień 31 grudnia 2011 roku, Ministerstwo Skarbu Państwa, http://prywatyzacja.msp.gov.pl/portal/pr/23/Przekształcenia_wlasnosciove.html (12.07.2012).

Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy przedsiębiorstwa państwowego dokonywanej przed wydaniem zarządzenia o prywatyzacji bezpośredniej, DzU 2009, nr 34, poz. 265.

Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa, DzU 2011, nr 114, poz. 663.

Ustawa z dnia 13 lipca 1990 r. o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, DzU 1990, nr 51, poz. 298.

Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, DzU 1996, nr 118, poz. 561, ze zm.

Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, DzU 1991, nr 35, poz. 155, ze zm.

Ustawa z dnia 25 września 1981 r. o przedsiębiorstwach państwowych, DzU 1981, nr 24, poz. 122, ze zm.

Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji, DzU 1993, nr 44, poz. 202, ze zm.

Ustawy z dnia 3 lutego 1993 r. o restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw i banków oraz zmianie niektórych ustaw, DzU, nr 18, poz.82, ze zm.

Wrzosek S.: *Wybrane problemy metodyczne wyceny prywatyzowanych przedsiębiorstw*, [w:] *Przekształcenia strukturalne i własnościowe przedsiębiorstw*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej imienia Oskara Langego we Wrocławiu nr 662, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1993.

Zadora H.: *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2010.

*mgr Michał Grudziński,
Uniwersytet Szczeciński*

Streszczenie

W artykule przedstawiono czynniki, które ukształtowały obecny rynek wyceny przedsiębiorstw w Polsce. W pierwszej części pracy podjęto próbę odpowiedzi na pytanie, jaki był związek pomiędzy rozwojem rynku wyceny a procesem przekształceń własnościowych przedsiębiorstw państwowych. Drugą część poświęcono na przedstawienie wpływu rozwoju rynku kapitałowego na rynek wyceny przedsiębiorstw. W trzeciej części skupiono się na trudnościach, jakie napotykają praktycy zajmujący się wyceną przedsiębiorstw w Polsce.

HISTORICAL CONTEXT OF DEVELOPMENT OF BUSINESS VALUATION MARKET IN POLAND – SELECTED ISSUES

Summary

This paper presents the factors that have shaped the business valuation market in Poland. In the first part of this paper, the author attempts to answer the question of what was the relationship between the development of business valuation market and the process of privatization. The second part was devoted to the presentation of the impact of the development of the capital market on the business valuation market. The third part focuses on the difficulties faced by business valuers in Poland.