

**Wanda Skoczylas**

## **DYLEMATY POMIARU WARTOŚCI MAŁEGO PRZEDSIĘBIORSTWA**

### **1. Pomiar wartości przedsiębiorstwa jako podstawa zarządzania ukierunkowanego na maksymalizację bogactwa dla właściciela**

Cel maksymalizacja wartości dla właścicieli jest swoistą kompilacją osiągnięć wielu teorii i ujęć także w odniesieniu do grupy małych przedsiębiorstw<sup>1</sup>. Maksymalizacja zysku, eksponowana w teorii neoklasycznej, jest jednym z czynników decydujących o wzroście wartości przedsiębiorstwa. Przetrawanie przez rozwój – przyjmowane w teoriach biologicznych – jest możliwe dzięki dostępowi do kapitałów, co gwarantuje właśnie koncentracja przedsiębiorstwa na tworzeniu bogactwa dla właścicieli. Właściciele małych firm są tak samo jak dużych bardzo zainteresowani wartością swoich przedsiębiorstw, zwłaszcza gdy planują wyjście z ofertą publiczną, pozyskanie funduszy na rozwój z innych źródeł albo sprzedaż lub przejęcie jej w przyszłości przez większą firmę. Tak sformułowany cel pozwala też na łągo-

---

<sup>1</sup> Małe przedsiębiorstwo definiuje się jako takie, które zatrudnia mniej niż 50 pracowników oraz jedno z dwojga: jego roczne obroty nie przekraczają 7 mln Euro, lub jego roczna suma bilansowa nie przekracza 5 mln Euro oraz odpowiada ono kryterium niezależności. Przedsiębiorstwa niezależne to takie, których 25% lub więcej kapitału bądź praw głosu nie znajduje się w posiadaniu jednego przedsiębiorstwa lub w posiadaniu większej liczby przedsiębiorstw wspólnie, których nie obejmuje definicja MSP lub definicja małego przedsiębiorstwa. Próg ten można przekroczyć w dwóch przypadkach:

- a) gdy przedsiębiorstwo jest w posiadaniu publicznych korporacji inwestycyjnych, spółek typu *venture capital* lub inwestorów instytucjonalnych przy założeniu, że nikt nie pełni indywidualnej czy zbiorowej kontroli nad przedsiębiorstwem;
- b) gdy kapitał jest do tego stopnia rozdrobniony, że nie można określić, kto jest jego właścicielem, oraz jeżeli przedsiębiorstwo oświadcza, iż można w sposób prawnie uzasadniony przyjąć, że kapitał ten nie jest w posiadaniu jednej firmy lub większej liczby firm wspólnie w 25% lub więcej, nie obejmuje go definicja MSP lub definicja małego przedsiębiorstwa.

Por. Wyciąg z zalecenia Komisji 96/280/WE z dnia 3 kwietnia 1996 roku, dotyczącego definicji małych i średnich przedsiębiorstw, Dz.U.L 10 z 30.04.1996, s. 4.

dzenie, chociaż w różnym stopniu, interesów innych stron związanych z przedsiębiorstwem. Właściciele są jedną ze stron, dla której maksymalizacja własnych żądań jest jednoznaczna z maksymalizacją roszczeń innych zainteresowanych stron<sup>2</sup>. W tak zdefiniowanym celu znajduje odzwierciedlenie teoria „wiązki celów” (kontraktualna, behawioralna, instytucjonalna)<sup>3</sup>.

Przedsiębiorstwa zarządzane przez wartość charakteryzują się też wyższą wydajnością i konkurencyjnością. Jeżeli małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią 99,5% wszystkich zarejestrowanych firm w Polsce, zapewniają około 67% miejsc pracy oraz tworzą około 48,6% PKB, to troska o stały ich rozwój i doskonalenie infrastruktury oraz warunków ich działania staje się całkowicie uzasadniona. Zazwyczaj uznaje się, że małe i średnie przedsiębiorstwa (MSP) napotykają trzy podstawowe bariery rozwojowe:

- a) bariery rynkowe i otoczenia, wiążące się z problemami wynikającymi zarówno z ogólnej sytuacji gospodarczej (wahania koniunktury) jak i zmian natężenia konkurencji,
- b) problemy zarządzania, wynikające z niewystarczającej wiedzy i umiejętności przedsiębiorców oraz kadry zarządzającej,
- c) bariery finansowe<sup>4</sup>.

Spośród wymienionych ograniczeń najczęściej eksponowane są bariery finansowe. Wydaje się jednak, że nie mniej istotną przeszkodę w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, często umniejszaną przez samych przedsiębiorców, są problemy z zarządzaniem. W warunkach „nowej ekonomii” ważne jest umiejętne korzystanie z informacji. Ukierunkowanie na maksymalizację wartości dla właścicieli wymaga więc przede wszystkim właściwego pomiaru wartości przedsiębiorstwa. W teorii wypracowano i w praktyce stosuje się wiele mierników o zróżnicowanej wartości poznawczej i przydatności praktycznej. Można je podzielić między innymi na mierniki:

- monitorowania wartości,
- tworzenia wartości.

<sup>2</sup> T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena, mierzenie i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 20.

<sup>3</sup> M. Mikołajek-Gocejna, *Podstawy koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, <http://www.sgh.waw.pl/katedry/kzp/dydaktyczna/wyklad1/VBM%20-%20teoria.ppt#256,1>.

<sup>4</sup> *Krajowy Fundusz Kapitałowy jako uzupełnienie systemu wspierania rozwoju sektora MSP*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy Departament Polityki Regionalnej, Warszawa 2005, s. 4.

Przyjmując, że wartość powstaje tylko wówczas, gdy osiągnięta rentowność jest wyższa niż koszt kapitału. Do monitorowania wartości małego przedsiębiorstwa można wykorzystać najprostsze mierniki:

a) absolutne:

suma wartości przedsiębiorstwa = wynik finansowy – koszt kapitału;

b) relatywne

$$\text{Spread (ROIC)} = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

lub

$$\text{Spread (ROE)} = \text{ROE} - \text{Kkw},$$

gdzie:

ROIC – rentowność kapitału całkowitego,

ROE – rentowność kapitału własnego,

WACC – średni ważony koszt kapitału,

Kkw – koszt kapitału własnego<sup>5</sup>.

Mimo że przedstawiony sposób monitorowania wartości dla właścicieli został określony jako najprostsz, to w małym przedsiębiorstwie i tak występują problemy z jego ustaleniem. Dotyczą one obu elementów, czyli zarówno pomiaru rentowności kapitału całkowitego lub własnego oraz powszechnych trudności – nie tylko w małych przedsiębiorstwach – z szacowaniem kosztu kapitału.

Tworzenie wartości wymaga długoterminowych mierników wartości. Podstawę decyzji w tym wypadku są zdyskontowane przyszłe przepływy pieniężne dla właściciela i wierzycieli. Operacyjne wolne przepływy pieniężne dla właściciela i wierzycieli (FCFF) ustalone na podstawie danych prognozowanych można przedstawić następująco:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{zysk operacyjny po opodatkowaniu} + \text{amortyzacja} \pm \\ & \pm \text{zmiana stanu rezerw} - \text{inwestycje w aktywach trwałych} - \\ & - \text{zwiększenie kapitału pracującego} \end{aligned}$$

lub

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{zysk netto} + \text{odsetki} (1 - \text{stopa podatkowa}) + \\ & + \text{amortyzacja} \pm \text{zmiana stanu rezerw} - \text{inwestycje w aktywach trwałych} - \\ & - \text{zwiększenie kapitału pracującego}. \end{aligned}$$

---

<sup>5</sup> *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. W. Skoczylas, PWE, Warszawa 2007, s. 69–114.

Wolne przepływy pieniężne dla właściciela (FCFE) to w najbardziej ogólnej formie operacyjne wolne przepływy pieniężne przynależne właścicielowi i wierzycielom (FCFF) pomniejszone o wszystkie wydatki związane z obsługą i spłatą zadłużenia, a więc<sup>6</sup>:

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} - \text{odsetki} (1 - \text{stopa podatkowa}) \pm \text{zmiana stanu zadłużenia}$$

lub

$$\begin{aligned} \text{FCFE} = & \text{zysk netto} + \text{amortyzacja} \pm \text{zmiana stanu rezerw} - \\ & - \text{inwestycje w aktywach trwałych} - \text{zwiększenie kapitału pracującego} \pm \\ & \pm \text{zmiana stanu zadłużenia.} \end{aligned}$$

Szacowanie wolnych przepływów pieniężnych w wersji Entity Approach lub Equity Approach jest również utrudnione przez rozwiązania systemu informacyjnego małego przedsiębiorstwa.

## 2. Ograniczenia systemu informacyjnego małego przedsiębiorstwa występujące przy obliczaniu rentowności kapitałów

System informacyjny małego przedsiębiorstwa jest z reguły znacznie prostszy w porównaniu z systemem, w dużych przedsiębiorstwach. Taka sytuacja wynika ze specyfiki małego przedsiębiorstwa oraz uregulowań prawnych normujących obowiązki ewidencyjne małych przedsiębiorstw. Szczególnie istotny jest rodzaj i rozmiar prowadzonej działalności, forma opodatkowania, obowiązki statystyczne wobec Głównego Urzędu Statystycznego, urzędów skarbowych, władz lokalnych, czy Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Ważne są także mało skomplikowana struktura organizacyjna, bezpośrednie kontakty z klientami, pracownikami czy dostawcami oraz koszt pozyskania informacji (tabela 1).

W ustawie o rachunkowości małe podmioty dzieli się na dwie grupy: zobligowane do prowadzenia ksiąg rachunkowych lub zwolnione z ich prowadzenia. W pierwszym wypadku prowadzone są księgi rachunkowe, informacja w nich zawarta prezentuje sytuację majątkową i finansową przedsiębiorstwa oraz wyniki finansowe działalności. W tym wypadku ewidencja księgowa pełni jednocześnie rolę ewidencji podatkowej.

<sup>6</sup> S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa. Metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 476.

Tabela 1. Obowiązki ewidencyjne małego przedsiębiorstwa

Podatek dochodowy od osób fizycznych				Podatek dochodowy od osób prawnych
Opodatkowanie w formie ryczałtu		Opodatkowanie na zasadach ogólnych		
do 150 000 euro		poniżej 800 000 euro	od 800 000 euro	
z limitem zatrudnienia 0–5 pracowników	bez limitu zatrudnienia			
Karta podatkowa	Ryczałt od przychodów ewidencjonowanych	Podatek progresywny (zgodnie z tabelą) lub liniowy (19%)		Podatek liniowy (19%)
Brak	Ewidencja przychodów (nie dotyczy wynajmujących przy umowach najmu zawartych na piśmie)	Podatkowa księga przychodów i rozchodów		Księgi rachunkowe Księga główna Księgi pomocnicze Zestawienia: – obrotów i sald – kont księgi głównej – oraz sald kont ksiąg pomocniczych (inwentarz)
Książka kontroli (zawiera wpisy dokonane przez organ kontroli)	Wykaz środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	Ewidencja środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych		
	Ewidencja wyposażenia	Ewidencja wyposażenia		
Imienne karty przychodów pracowników	Imienne karty przychodów pracowników	Imienne karty przychodów pracowników		
Książka kontroli	Książka kontroli (nie dotyczy wynajmujących)	Książka kontroli (zawiera wpisy dokonane przez organ kontroli)		
		Ewidencja kupna i sprzedaży wartości dewizowych (tylko kantory)		
		Ewidencja pożyczek i zastawionych rzeczy (tylko lombardy)		
Książka kontroli (zawiera wpisy dokonane przez organ kontroli)	Wykaz środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych	Ewidencja środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych		
Ewidencja na potrzeby podatku od towarów i usług (VAT): ewidencja sprzedaży lub rejestr zakupów i sprzedaży VAT	Ewidencja na potrzeby podatku od towarów i usług (VAT): ewidencja sprzedaży lub rejestr zakupów i sprzedaży VAT	Ewidencja na potrzeby podatku od towarów i usług (VAT): ewidencja sprzedaży lub rejestr zakupów i sprzedaży VAT		
Ewidencja podatkowa			Ewidencja księgową	

Źródło: M. Winter, *Forma ewidencji małych i średnich przedsiębiorstw a dostęp do informacji finansowej*, w: *Zarządzanie finansami. Finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński (w druku) oraz O. Martyniuk, *Ograniczenia analizy finansowej w małych przedsiębiorstwach*, w: *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, red. M. Hamrol, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2005, s. 94.

Jeżeli podmiot jest zwolniony z prowadzenia ksiąg rachunkowych, obowiązek ewidencyjny dotyczy ewidencji podatkowej, służącej do ustalenia wysokości podatku dochodowego lub podatku od towarów i usług oraz spełnienia innych wymogów prawa podatkowego, na przykład ewidencjonowania niektórych aktywów, na przykład środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych. Forma opodatkowania decyduje o sposobie prowadzenia ewidencji. Podmioty objęte kartą podatkową, płacąc podatek, którego wysokość jest uzależniona od rodzaju prowadzonej działalności, liczby mieszkańców, dla której prowadzona jest działalność, oraz liczby zatrudnionych pracowników, są zwolnione z obowiązku prowadzenia rejestracji zdarzeń gospodarczych, składania zeznań i deklaracji podatkowych.

Lepiej prezentuje się zakres i struktura danych w przypadku pozostałych form opodatkowania małych przedsiębiorstw (tabela 2).

Tabela 2. Dane dostarczane przez ewidencję podatkową małych przedsiębiorstw

	Ryczałt ewidencjonowany	Księga przychodów i rozchodów
Zatrudnienie	Liczba zatrudnionych, okres zatrudnienia	Liczba zatrudnionych, okres zatrudnienia
Przychody	Wartość przychodów	Przychody z podziałem na przychody ze sprzedaży towarów i usług i pozostałe przychody
Koszty	–	Informacja o kosztach z podziałem: na koszty zakupu towarów handlowych i materiałów według cen zakupu (kol. 10) koszty uboczne zakupu (kol. 11), koszty reprezentacji i reklamy (kol. 12) wynagrodzenia w gotówce i w naturze (kol. 13), pozostałe koszty (kol. 14)
Zapasy	Stan zapasów na dzień 31 grudnia	Stan zapasów na dzień 31 grudnia. Informacja o zakupach towarów handlowych i materiałów (kol. 10)
Środki trwałe i wartości niematerialne	Wartość brutto i netto środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, amortyzacja, wartość posiadanego wyposażenia	Wartość brutto i netto środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych, amortyzacja, wartość posiadanego wyposażenia
Wynik finansowy	–	Na dzień 31 grudnia ustala się dochód lub stratę podatkową

Źródło: O. Martyniuk, *op.cit.*, s. 98.

Najbardziej rozbudowaną formą ewidencji podatkowej ma podatkowa księga przychodów i rozchodów. Informacje w niej zawarte są podstawą do ustalenia dochodu z podjętej działalności. Nie wszystkie przychody i koszty są więc w niej odzwierciedlane. Można tutaj zaliczyć między innymi koszty firmy poniesione przed jej uruchomieniem, odpisy amortyzacyjne i składki ubezpieczeniowe w określonych

sytuacjach, koszty egzekucji, odsetki za zwłokę za nieterminowe wpłaty podatków, wartość pracy własnej podatnika, jego małżonka i małoletnich dzieci<sup>7</sup>. Obliczony według tych zasad dochód nie odzwierciedla więc wyniku finansowego i efektywności prowadzonej działalności.

O jakości informacji w podmiotach prowadzących rachunkowość podatkową decyduje zacieranie się zasady podmiotowości, a więc brak rozróżnienia między majątkiem prywatnym a majątkiem firmy i wynikającej z tego powodu trudności z ustaleniem wartości kapitałów. Jest tak głównie za sprawą pełnej odpowiedzialności właścicieli za długi przedsiębiorstwa, które najczęściej nie jest spółką kapitałową, ale też inne przepisy są powodem zacierania się granicy między osobą właściciela a podmiotem gospodarczym<sup>8</sup>.

Dodatkowy obowiązek ewidencyjny w wybranych podmiotach, będących podatnikami VAT, wynika też z ustawy o podatku od towarów i usług<sup>9</sup>. Prowadzone przez nich rejestry zakupu i sprzedaży pozwalają ustalić ich rozmiary oraz strukturę według kierunków, czyli kraju, Wspólnoty Europejskiej, eksportu lub importu usług i zakupów środków trwałych.

Należy podkreślić, że system informacyjny małego przedsiębiorstwa ulega ewolucji. W kolejnych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa jest coraz bardziej bogatszy<sup>10</sup>. W pierwszej fazie cyklu życia są to informacje zdobywane samodzielnie przez właściciela ze źródeł zewnętrznych. Ewidencja jako podstawowe źródło wewnętrzne jest bardzo uproszczona i służy głównie celom podatkowym. W drugiej fazie cyklu życia przedsiębiorstwo zbiera i przetwarza coraz więcej informacji. Właściciel poszukuje informacji o możliwości pozyskania środków finansowych koniecznych w krótkim czasie do odnowienia i powiększenia aktywów trwałych, sfinansowania rozwoju, ale też o klientach, dostawcach i konkurentach, rozwiązaniach w zakresie produkcji (technologia, surowce, kooperacja) i sprzedaży (kanały dystrybucji, ceny). W kolejnych fazach cyklu życia wraz z rozwojem struktury organizacyjnej rozrasta się system informacyjny i są wprowadzane zintegrowane systemy informacyjne<sup>11</sup>.

<sup>7</sup> B. Wszyńska-Kocik, *Wpływ formy ewidencji księgowej na zarządzanie małymi przedsiębiorstwami*, w: *Rachunkowość a integrowane zarządzanie przedsiębiorstwem*, red. E. Nowak, A. Kaszuba-Perz, Rzeszów 2004, s. 158.

<sup>8</sup> M. Osipowicz, *Fundusze unijne a zapotrzebowanie małych firm na rachunkowość*, w: *Zarządzanie finansami...*

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 11 marca 2004 r. o podatku od towarów i usług, DzU 2004, nr 54, poz. 535, z późn. zm., art. 109.

<sup>10</sup> Problem ten przedstawiono w pracy O. Martyniuk-Kwiatkowskiej, *Koncepcja audytu wewnętrznego w małym przedsiębiorstwie*, Uniwersytet Gdański, Wydział Zarządzania, Sopot 2006, s. 131.

<sup>11</sup> *Ibidem*.

Informacja finansowa wynikająca z ewidencji podatkowych jest już niewystarczająca do ustalenia prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych. Brak wiarygodnej informacji i opieranie się na szacunkach jest obarczone dużym ryzykiem. Utrudnia też konieczny w takiej sytuacji proces budżetowania, zwłaszcza gdy zwiększają się rozmiary prowadzonej działalności.

Innym problemem oprócz przedstawionego, dotyczącym zakresu tworzonej informacji, jest jej dostępność dla podmiotów zewnętrznych. Praktycznie informacje tworzone w małych przedsiębiorstwach nie są udostępniane interesariuszom pozostającym w otoczeniu przedsiębiorstwa. Wyjątkiem są jednostki prowadzące działalność gospodarczą w innej formie niż jednoosobowa działalność gospodarcza osoby fizycznej i jednocześnie prowadzące księgi rachunkowe. Utrudnia to pomiar i ocenę wartości przedsiębiorstwa przez podmioty zewnętrzne.

### 3. Propozycje szacowania kosztu kapitału w małym przedsiębiorstwie

Ustalenie wartości kapitałów dotyczy małej grupy przedsiębiorstw prowadzących księgi rachunkowe lub tych, które oprócz obowiązującej ich ewidencji podatkowej zdecydują się na zastosowanie rachunkowości finansowej, czyli pełnej księgowości odpowiednio uproszczonej i dostosowanej do potrzeb małych przedsiębiorstw. W tym wypadku można więc szacować także koszt kapitału. Koszt kapitału to minimalna, oczekiwana stopa zwrotu przez wierzycieli i właścicieli. Przedstawione dwa podejścia do tworzenia i monitorowania wartości, a więc Entity Approach i Equity Approach, wymagają oszacowania średniego ważonego kosztu kapitału lub kosztu kapitału własnego.

Średni ważony koszt kapitału określa się wzorem:

$$WACC = K_{ko}(1 - T)(K_{o} / K) + K_{kw}(K_{w} / K),$$

gdzie:

- $K_{ko}$  – koszt kapitału obcego,
- $T$  – stopa opodatkowania przedsiębiorstw,
- $K_{o}$  – wartość kapitału obcego,
- $K$  – wartość zainwestowanego kapitału w przedsiębiorstwie ( $K = K_{o} + K_{w}$ ),
- $K_{kw}$  – koszt kapitału własnego,
- $K_{w}$  – wartość kapitału własnego.



Oszacowanie średniego ważonego kosztu kapitału wymaga więc ustalenia trzech elementów obliczeniowych, a mianowicie:

- kosztu kapitału własnego,
- kosztu kapitału obcego,
- struktury kapitałowej.

Ustalenie wszystkich trzech elementów jest trudne dla dużych przedsiębiorstw, których akcje są notowane na giełdzie, a jeszcze bardziej złożone w małych przedsiębiorstwach. Tymczasem błędnie oszacowany koszt, zwłaszcza kapitału własnego, jako elementu średniego ważonego kosztu kapitału lub samodzielnego elementu obliczeniowego może spowodować błędne ukierunkowanie przedsiębiorstwa, nie mówiąc o pracochłonności i kosztochłonności prac obliczeniowych. Z tego powodu proponuje się przyjęcie uproszczenia w małych przedsiębiorstwach, polegającego na zastąpieniu kosztu wyrażającego oprócz stopy wolnej od ryzyka także ryzyko inwestycji, kosztem kapitału uwzględniającym tylko stopę zwrotu wolną od ryzyka. koncepcja ta oparta jest na dotychczasowych mocnych podstawach i wydaje się, że pozwala uniknąć pewnych trudności związanych z tradycyjnym podejściem. Takie rozwiązanie przyjęto już w konstrukcji wskaźnika ERIC (*Earning Less Riskfree Interest Charge*). Jest to specjalny miernik monitorowania wartości, ponieważ do obliczenia kosztu kapitału wykorzystuje się tylko stopę wolną od ryzyka<sup>12</sup>. Porównanie tradycyjnego podejścia i proponowanego do obliczania wskaźnika ERIC przedstawiono na rysunku 1

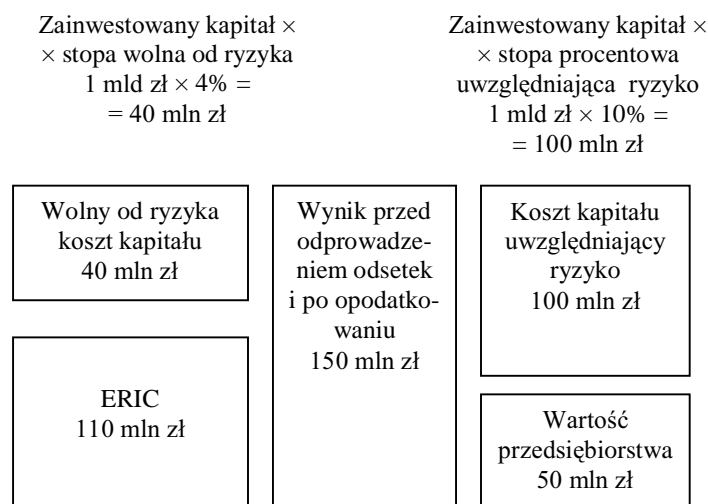
ERIC® w porównaniu z tradycyjnym podejściem tylko pozornie osiąga większą wartość. Ponieważ zysk przedsiębiorstwa jest po opodatkowaniu, to wolne od ryzyka oprocentowanie też być powinno po opodatkowaniu. Pod tym względem ta koncepcja monitorowania wartości przedsiębiorstwa jest neutralna podatkowo. Kapitał własny i obcy są traktowane jednakowo.

Wolna od ryzyka i przed opodatkowaniem stopa oprocentowania nie może odpowiadać tej, którą tradycyjnie uwzględnia się modelu CAPM. Za stopę wolną od ryzyka przyjmuje się na przykład rentowność obligacji Skarbu Państwa najdłuższego okresu, zbliżonego do czasu funkcjonowania podmiotu, a więc na przykład oprocentowanie 10-letnich obligacji skarbowych. Żadne przedsiębiorstwo nie pozyska kapitału po koszcie odpowiadającym ryzyku państwa. Nawet przy najlepszym ratingu kredytowym przedsiębiorstwo będzie oczekiwało wyższego oprocentowania

---

<sup>12</sup> L.J. Velthuis, P. Wesner, *Value Based Management. Bewertung, Performancemessung und Managemententlohnung mit ERIC®*, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2005, s. 42.

Rysunek 1. Koncepcja ERIC w porównaniu do tradycyjnego podejścia do monitorowania wartości



*Źródło: L.J. Velthuis, P. Wesner, Value Based Management. Bewertung, Performancemessung und Managemententlohnung mit ERIC®, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2005, s. 43.*

swojej pożyczki, niż wynosi oprocentowanie pożyczki państwowej. Bazowa stopa wolna od ryzyka jest zatem odpowiednio powiększona o ryzyko upadłości odpowiadające wiarygodności przedsiębiorstwa. Podstawą do jej ustalenia może być oprocentowanie kapitału obcego przedsiębiorstwa zawierające aktualne oprocentowanie i właśnie koszty bankructwa, które instytucje finansowe ustaliły dla przedsiębiorstwa przy danym ratingu kredytowym<sup>13</sup>.

### Zakończenie

Reasumując przedstawione rozważania, można stwierdzić, że zakres generowanych informacji przez małe przedsiębiorstwa jest bardzo ograniczony. Wynik finansowy oraz wartość kapitałów własnych i obcych, konieczne do obliczenia wartości przedsiębiorstwa, są możliwe do uzyskania w tych podmiotach, które prowadzą księgi rachunkowe. W pozostałych podmiotach sprostanie oczekiwaniom właścicieli

<sup>13</sup> *Ibidem*, s. 45–47.

co do ewidencji pomocnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem wymaga formułowania po minimalnych kosztach modeli uproszczonej ewidencji księgowej. Informacje o przychodach i kosztach, stanach magazynowych, należnościach, zobowiązaniach, środkach pieniężnych, kapitałach, środkach trwałych i wartościach niematerialnych, wyposażeniu pozwalałaby na sporządzenie uproszczonego bilansu oraz rachunku zysków i strat, i wówczas mogą być podstawą do pomiaru rentowności kapitału całkowitego i kapitału własnego oraz sporządzanie realnej prognozy przepływów pieniężnych w przyszłości<sup>14</sup>. Interesująca i godna uwagi jest też propozycja szacowania kosztu kapitału zaczerpnięta z koncepcji wskaźnika ERIC®. Jest ona prosta w ustalaniu, a przy tym oparta na realnych, dających się zweryfikować podstawach. Wydaje się więc, że przedstawione rozwiązania odpowiadają uświadomionemu lub jeszcze nie zapotrzebowaniu właścicieli na nowe metody zarządzania, istotnie przyczyniające się do zwiększenia ich bogactwa oraz wzrostu wydajności i konkurencyjności całej gospodarki.

## DILEMMA DIE WERTMESSUNG DER KLEIUNTERNEHMEN

### Zusammenfassung

Eine Barriere der Entwicklung der Kleinunternehmen ist eine niedrige Qualität der Verwaltung. Die Leistungs- und Konkurrenzfähigkeitserhöhung der Kleinunternehmen abhängig ist zwischen anderen von der richtigen Orientierung eines Unternehmens. Eine Wertsteigerung ist zurzeit auch ein Ziel dieser Unternehmensgruppe. In dem Artikel stellen Probleme verbunden mit der Wertmessung vor so formuliert ein Ziel sowie Arten ihrer Lösung. Ein Gegenstand der Erwägungen wurde eine Lösung eines Informationssystems des Unternehmens sowie Kapitalkosten.

*Übersetzt von Wanda Skoczylas*

---

<sup>14</sup> B. Wszyńska-Kocik: *op.cit.*, s. 160.

