

Kamila Urbańska, Halina Węgrzyn, Roman Fulneczek
Wyższa Szkoła Handlowa – Wrocław

CZYNNIKI NIEMATERIALNE JAKO DETERMINANTY WARTOŚCI MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

Streszczenie

Celem artykułu jest identyfikacja czynników niematerialnych wpływających na kształtowanie wartości małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Nośniki te opisane zostały przez autorów na podstawie badań literatury, analizy przypadków oraz wieloletniego doświadczenia w zakresie zarządzania małymi i średnimi przedsiębiorstwami różnej branży. Obecnie można zaobserwować proces, w którym nie tylko literatura przedmiotu, ale także przedsiębiorcy coraz większe znaczenie przypisują aktywom niematerialnym jako kluczowym w budowaniu strategii organizacji, osiągnięciu przewagi konkurencyjnej czy kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Dlatego też świadomość tych czynników jest istotna z punktu widzenia zarządzania finansami małych i średnich przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, czynniki kreowania wartości firmy, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.

Kody JEL: L26

Wstęp

Ochrona interesów inwestorów i właścicieli przedsiębiorstw zrodziła koncepcję zarządzania wartością firmy. Wychodzi ona z założenia, że podstawowym celem działania wszystkich organizacji, w tym małych i średnich jest wzrost ich wartości. Przedsiębiorstwo traktuje się jako inwestycję, która powinna dać odpowiedni wzrost zainwestowanego kapitału (Bieliński 2014, s. 51). Oznacza to, że tworzenie i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest działaniem o najwyższym znaczeniu w nowoczesnej organizacji. Nic więc dziwnego, że coraz większa liczba małych i średnich przedsiębiorstw przyjmuje kreowanie wartości jako podstawowy cel swojej działalności. Takie podejście wynika z dążenia firm do osiągnięcia długotrwałego sukcesu rynkowego, uznania i prestiżu. Obserwuje się także, że przedsiębiorstwa tworzące wartość mają lepszy dostęp do funduszy, które można wykorzystać dla potrzeb wzrostu i inwestycji. Długoterminowe skupienie się na tworzeniu wartości jest drogą do wejścia w samonapędzające się koło jej kreowania, długoterminowej przewagi konkurencyjnej i satysfakcji

pracowników (Monery 2000, s. 165). Przedsiębiorstwa są złożonymi systemami dysponującymi odmiennymi umiejętnościami, ludźmi, procesami, mającymi różną historię oraz możliwości inwestycji i rozwoju. W związku z powyższym można wyróżnić wiele czynników zarówno materialnych, jak i niematerialnych kształtujących wartość małych i średnich przedsiębiorstw. W artykule przedstawiono, na podstawie przeglądu literatury, analizy przypadków i doświadczenia zawodowego, czynniki niematerialne, które w głównej mierze wpływają na kreowanie wartości małych i średnich przedsiębiorstw, a tym samym przyczyniają się do bogacenia ich właścicieli. Świadomość menadżerów i znajomość czynników niematerialnych tworzących wartość firmy pozwala na lepsze podejmowanie decyzji dotyczących bieżącego zarządzania przedsiębiorstwem, a w długim okresie wpływa pozytywnie na bogacenie się ich właścicieli.

Pojęcie i czynniki tworzące wartość przedsiębiorstwa¹

Dążenie do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa wymaga przede wszystkim zrozumienia, czym tak naprawdę jest to pojęcie. Po raz pierwszy termin „wartości firmy” pojawił się w 1571 roku, w zapisie (Dicksee, Tillytard 1976): „Przekazałem Johnowi Stephenowi (...) cały mój biznes oraz goodwill związany z moim kamieniołomem”. Pierwsza definicja tego terminu powstała natomiast w orzeczeniu brytyjskiego sądu w osobie Lorda Eltona z 1810 roku, stwierdzającym: „Wartość firmy, która jest przedmiotem sprzedaży, jest niczym innym jak prawdopodobieństwem, że starzy klienci powrócą na stare miejsce, nawet wtedy, gdy starego sklepiarza już nie będzie”. Definicja ta sprowadza wartość do relacji między nią a jej klientami. Według teorii Modiglianiego i Millera z 1958 roku wartość przedsiębiorstwa zależy od strumienia przyszłych dochodów z aktywów, niezależnie od sposobu ich sfinansowania (Simon 1956, s. 272). Zmodyfikowany model tych autorów uwzględnia oszczędności podatkowe, koszty trudności finansowych informując, że istnieje optymalna wielkość długu dla każdego przedsiębiorstwa. Z tego względu można wnioskować, że wartość przedsiębiorstwa zależy od przyszłych strumieni dochodów, które zależą od sposobu zarządzania aktywami i finansowania działalności firmy. Dla E.F. Brigham i L.G. Gapenskiego wartość przedsiębiorstwa to wartość istniejących aktywów oraz tzw. wartość „możliwości wzrostu” pochodząca z projektów o dodatnim NPV (*Net Present Value*) (Simon 1956, s. 304). Natomiast A. Rappaport (1999, s. 38) definiuje wartość przedsiębiorstwa jako zaktualizowaną wartość przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej, wartość rezydualną oraz wartość papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży. Podobnie jak A. Rappaport określa wartość przedsiębiorstwa A. Dulnic (2001, s. 143) powiększając ją jeszcze o inne aktywa niezaangażowane w działalność

¹ Dla potrzeb artykułu pojęcia „wartość przedsiębiorstwa” i „wartość firmy” będą używane zamiennie.

operacyjną. S. Benninga i O. Sarig (2000, s. 267) proponują rozumieć wartość przedsiębiorstwa jako wartość jego kapitału własnego powiększoną o wartość zadłużenia organizacji obciążonej kosztem odsetek lub też jako sumę wartości kapitału własnego, zadłużenia oraz innych papierów wartościowych nie należących do kapitału obrotowego. Według K. Jajugi (2003, s284) natomiast wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości długu i wartości kapitału własnego oraz składników pozabilansowych (opcji rzeczowych i finansowych). J. Canning (1929) uważa, że wartość firmy wiąże się z tym, że nie wszystkie przepływy pieniężne przedsiębiorstwa dadzą się przyporządkować do określonych aktywów lub grup aktywów; pozostałą – niealokowaną – część tłumaczył istnieniem wartości firmy, wynikającą z efektu synergii. W niniejszym artykule przyjmuje się, że zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest podejściem do zarządzania, w ramach którego wszelkie decyzje i działania zachodzące w przedsiębiorstwie nastawione są na realizację głównego celu jakim jest systematyczne i ciągłe maksymalizowanie wartości firmy.

Dokonując rozważań na temat pojęcia wartości przedsiębiorstwa nasuwa się pytanie, jakie czynniki materialne i niematerialne tworzą tę wartość? A. Rappaport (1986, s. 42) wyróżnia siedem kluczowych czynników decydujących o wzroście wartości firmy: stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stopę podatkową, kapitał obrotowy netto, nakłady kapitałowe, okres przewagi konkurencyjnej oraz średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital* – WACC). Z powyższego wynika, że koszt kapitału własnego jako jeden z czynników tworzących WACC ma wpływ na kreowanie wartości dla właścicieli. Natomiast A. Duliniec do podstawowych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa zalicza: tempo wzrostu sprzedaży, marżę zysku operacyjnego, stawkę podatku dochodowego, tempo wzrostu zainwestowanego kapitału tj. inwestycje netto w majątek trwały i przyrost kapitału obrotowego netto, strukturę i koszt kapitału, oraz długość okresu wzrostu. Według koncepcji A. Rappaporta, A. Blacka, P. Wrighta oraz J.E. Bachmana, czynniki kształtujące wartość dzielą się na czynniki ogólne, dotyczące każdego przedsiębiorstwa i wszystkich sektorów oraz na „mikroczynniki” charakterystyczne dla sektora (Rappaport 1999, s. 188). Do czynników makroekonomicznych zalicza się: wzrost, rentowność, ryzyko oraz elementy finansowe. Analiza makroczynników ułatwia ocenę działalności jednostek organizacyjnych firmy. Natomiast „mikroczynniki”, zwane czynnikami operacyjnymi, są specyficzne dla danej branży (Bieliński 2004, s. 52). Kreowanie dodatkowej wartości przedsiębiorstwa nie należy jednak do działań jednorazowych. Właściciele przedsiębiorstwa, zainteresowani są stałym wzrostem rynkowej wartości swojej spółki. Wszystkie decyzje inwestycyjne, finansowe podejmowane w przedsiębiorstwie mają wpływ na kształtowanie się przyszłych przepływów pieniężnych, od których zależy bieżąca wartość rynkowa kapitału zainwestowanego przez akcjonariuszy. A. Damodaran słusznie zauważa, że

wartość firmy i jej aktywów determinowana jest przez przepływy pieniężne, które generować będą w przyszłości aktywa firmy oraz niepewność towarzysząca tym przepływom. Te oczekiwania zmieniają się w czasie, w miarę pojawiania się nowych informacji o firmie i zmianach zachodzących w otoczeniu makroekonomicznym (Damodaran 2007, s. 45). A zatem wartość dla właścicieli określana jest przez obecną wartość przyszłych wolnych przepływów pieniężnych (*Free Cash Flow*) generowanych przez firmę, która jest dyskontowana przy wykorzystaniu średniego ważonego kosztu kapitału – WACC, a następnie pomniejszana o wartość zadłużenia firmy. Jak wynika z powyższych rozważań, na wartość tych przepływów wpływają zarówno czynniki materialne, jak i niematerialne. W dalszej części artykułu przedstawiono najważniejsze czynniki wpływające na wartość małych i średnich przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem charakterystyki czynników niematerialnych.

Charakterystyka czynników materialnych i niematerialnych małych i średnich przedsiębiorstw

Problem określenia cząstkowych czynników kreujących wartość małego przedsiębiorstwa (nazywanych zamiennie nośnikami wartości) nie jest wcale taki prosty. Główne czynniki wartości zostały opracowane na bazie powiązań podejścia DCF (zmodyfikowanego w odniesieniu do sposobu wyrażenia stopy dyskontowej) ze specyfiką wartości małych i średnich przedsiębiorstw.

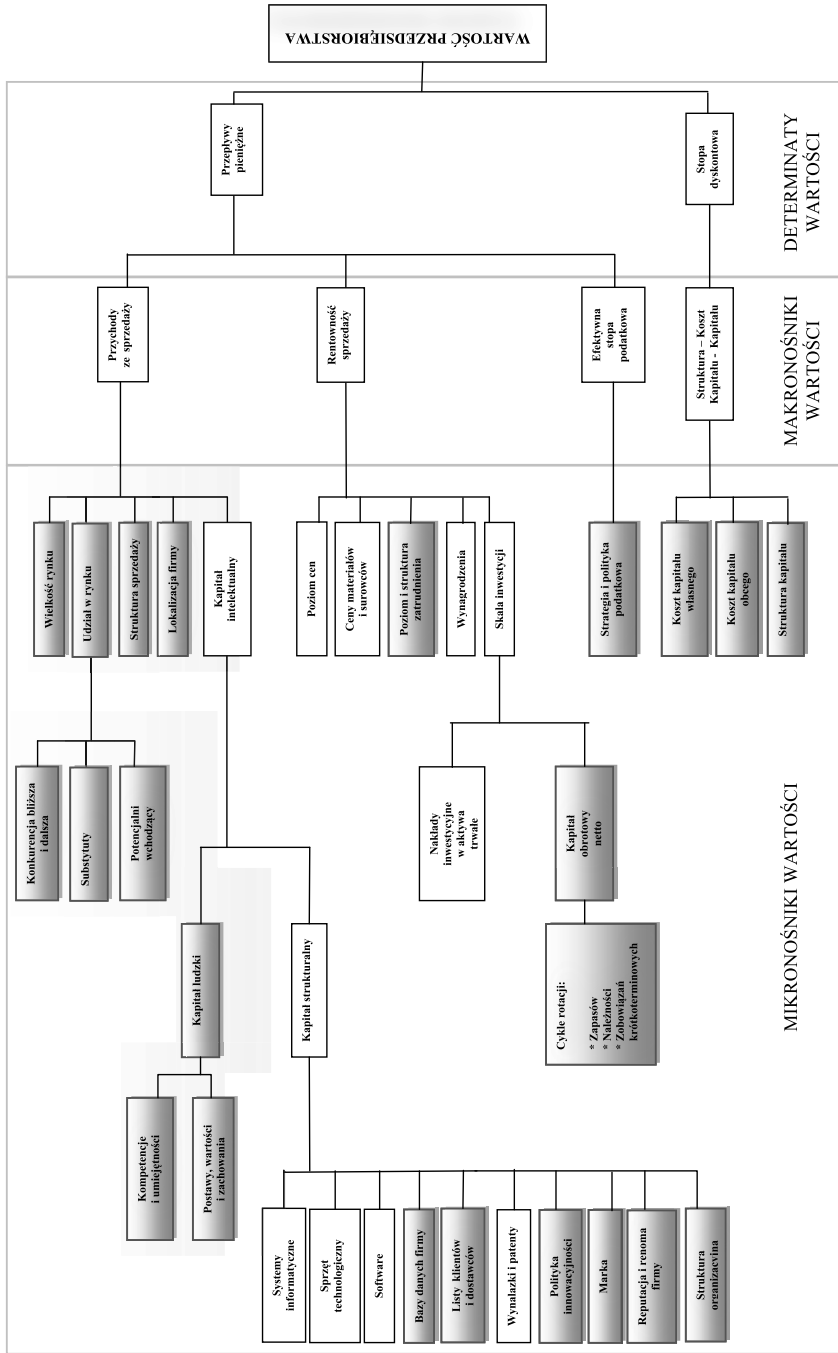
Metoda DCF jest powszechnie stosowana do wyceny dużych przedsiębiorstw jako obowiązujący standard. Dlatego też doczekała się pogłębionych w literaturze analiz, które zaowocowały między innymi identyfikacją nośników wartości DCF. Analizowane w dalszej części czynniki wartości przedsiębiorstw to:

- przychody ze sprzedaży
- rentowność operacyjna sprzedaży
- efektywna stopa podatkowa
- struktura kapitału – koszt kapitału.

Wszystkie wyżej wymienione nośniki przeanalizowano w odniesieniu do wartości małych przedsiębiorstw oraz dokładnie zbadano, jakie makro- i mikro-nośniki wpływają na te zasadnicze czynniki.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że kluczowe nośniki wartości DCF cechują się zbyt dużym poziomem ogólności, co uniemożliwia skuteczne ich wykorzystanie w praktyce. Z tego powodu proponuje się, aby czynniki te rozbić na jeszcze bardziej szczegółowe parametry, co przedstawiono na schemacie 1. Zaprezentowane wyniki uzyskano na podstawie badań literaturowych, analizy przypadków oraz wieloletniego doświadczenia w zarządzaniu małymi podmiotami gospodarczymi. Do badania dobrano celowo różne branże, pro-

Schemat 1. Czynniki kształtowania wartości małych i średnich przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne.

porcjonalnie firmy usługowe, handlowe i produkcyjne tak, by uzyskać jak najbardziej obiektywny obraz. Wiadomo bowiem, że np. lokalizacja nie jest tak ważnym czynnikiem dla firm produkcyjnych jak dla firm usługowych czy handlowych. Dlatego też zadbano o odpowiedni dobór grupy badawczej. Przyjmując założenie, że omawiane poniżej zmiany będą miały charakter stały oraz nie wpłyną niekorzystnie na wysokość pozostałych czynników, stwierdzić można, że wartość przedsiębiorstwa będzie wzrastać, jeżeli:

- zwiększą się przychody ze sprzedaży,
- zwiększy się udział w rynku,
- zwiększy się rentowność sprzedaży,
- zmniejszy się stopa niezbędnych inwestycji w kapitał obrotowy,
- zmniejszy się stopa niezbędnych inwestycji w aktywa trwałe netto,
- obniży się efektywna bądź też krańcowa stopa podatku dochodowego,
- obniżeniu ulegnie koszt kapitału.

Mechanizm oddziaływania tych czynników na wartość firmy nie jest jednak tak oczywisty. Po pierwsze, żeby wypunktowane powyżej tezy były prawdziwe, zmiana danego czynnika powinna prowadzić do możliwie trwałego poziomu. Po drugie, decyzje powodujące zmianę jednego z czynników, nawet jeśli skutki tych zmian będą trwałe, z reguły będą prowadzić do automatycznej zmiany poziomu innych czynników (niekoniecznie w dobrym kierunku). Przykładem mogłoby być obniżenie stopy inwestycji w aktywa trwałe, co w krótkim okresie przyczyni się do wzrostu wygenerowanych w tym okresie wolnych strumieni gotówkowych, lecz w perspektywie długookresowej przyczyni się do obniżenia sprzedaży, pogorszenia jej rentowności i być może skrócenia okresu przewagi konkurencyjnej. Z takiego punktu widzenia decyzja w krótkim okresie pozornie korzystna może znacząco osłabić zdolność do generowania dochodów w długim okresie i negatywnie wpłynąć na wartość przedsiębiorstwa.

Podstawowa zasada, która powinna przyświecać menadżerom małych i średnich firm w zakresie oddziaływania na kluczowe nośniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa, głosi, że należy dążyć do poprawy poziomu poszczególnych czynników pod warunkiem, iż efekt tych działań wyrazi się w podwyższeniu wartości całkowitej firmy. Sytuacja taka nastąpi, gdy:

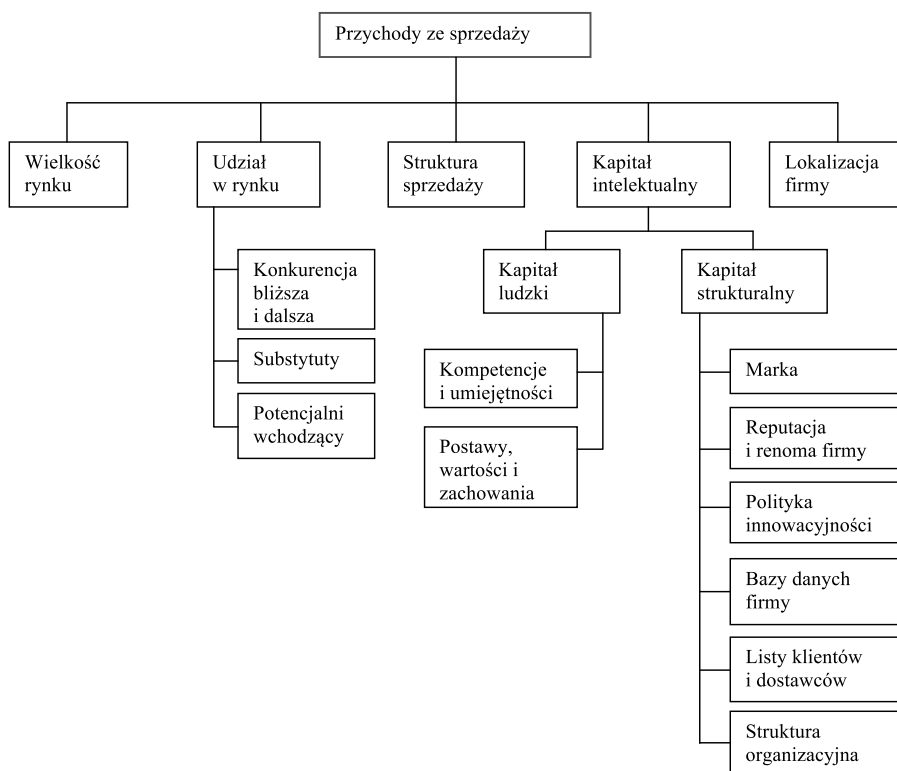
- dobrze rozpoznany będzie potencjalny wpływ podjętej decyzji nie tylko na nośnik, którego ona dotyczy, lecz także na wszystkie pozostałe,
- pozytywna zmiana danego czynnika będzie z nadwyżką rekompensowała oczekiwane negatywne zmiany innych,
- zakładana poprawa będzie miała charakter względnie trwały.

Z uwagi na zbyt ogólny charakter powyższych kierunków działania należy poszukiwać możliwości podwyższania wartości całkowitej organizacji poprzez wykorzystanie pomysłów dotyczących poprawy makronośników za pomocą poprawy mikronośników wartości.

Niematerialne czynniki w kreowaniu wartości małych i średnich przedsiębiorstw

Schemat identyfikujący niematerialne i materialne czynniki wartości małych przedsiębiorstw to podstawa do wyznaczenia nowego podejścia w kreowaniu ich wartości. Małe i średnie przedsiębiorstwa, słynące z wysokiej efektywności, łatwego i sprawnego wprowadzania zmian, wysokiego ryzyka prowadzonej działalności oraz niskiej zdolności do pozyskania kapitału obcego, mają zwykle do dyspozycji niewielkie zasoby materialne. Biorąc pod uwagę właśnie ograniczony budżet, a więc i możliwości pozyskania zasobów materialnych w celu rozwoju i wzrostu wartości, należałoby się zastanowić, jak umiejętnie zarządzać i stymulować niematerialnymi czynnikami wartości. To w zasadzie niematerialne czynniki wartości zwłaszcza w początkowej fazie powstawania małego przedsiębiorstwa stwarzają duże szanse rozwoju i ekspansji (na początku małym przedsiębiorcom najtrudniej pozyskać kapitał obcy).

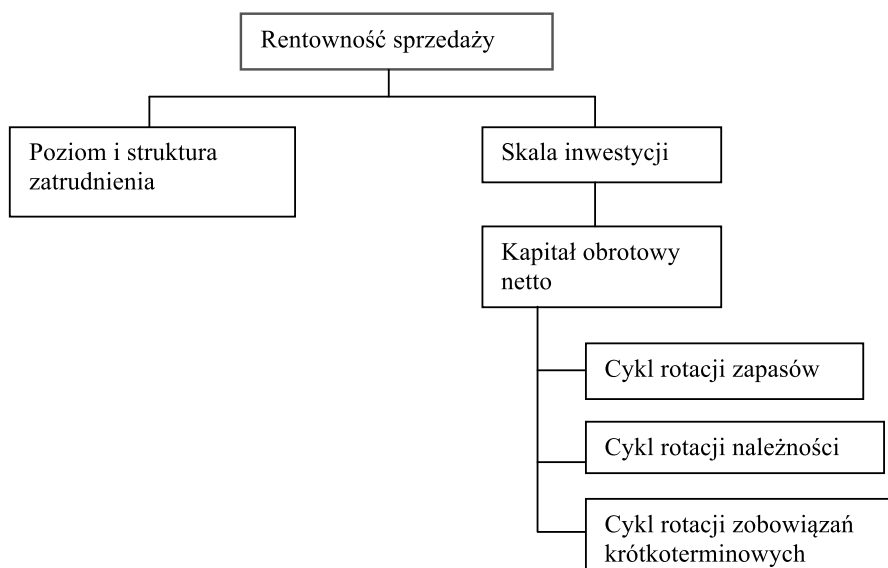
Schemat 2. Niematerialne czynniki wartości małych i średnich przedsiębiorstw wpływające na wielkość przychodów ze sprzedaży



Źródło: jak w schemacie 1.

Jak zaprezentowano na schemacie 2, poziom przychodów ze sprzedaży jest związany m.in. z wielkością rynku, na którym działa dana jednostka gospodarcza. Małe podmioty gospodarcze zwykle działają na rynkach lokalnych, przez co skala ich działalności jest niewielka. Na taką sytuację niewątpliwie ma wpływ także wielkość budżetu, z jaką rozpoczynają działalność małe firmy. Obecnie jednak wzrost sprzedaży przez Internet otwiera dla małych przedsiębiorstw nowe możliwości, przez co wielkość rynku, na którym dany podmiot działa jest już nie tylko uzależniony od budżetu firmy, ale także od predyspozycji osobowościowych i cech przedsiębiorczych właściciela. Kolejnym czynnikiem, który przekłada się na wielkość przychodów ze sprzedaży jest udział w rynku uzależniony od dostępnych substytutów, konkurencji oraz potencjalnych wchodzących. Mali przedsiębiorcy powinni wykorzystać jedną ze swoich cech, a mianowicie zdolność do szybkiego wprowadzania zmian. Cecha ta odgrywa ogromną rolę w obiektywnym rozpoznaniu rynku oraz wyprzedzeniu konkurencji w odpowiedzi na oczekiwania konsumentów. Zarządzanie małą firmą powinno uwzględniać takie elementy, jak dostępne na rynku substytuty, analizę bliższej i dalszej konkurencji, a także potencjalnych wchodzących. Struktura sprzedaży to także niematerialny czynnik wpływający na wzrost lub spadek przychodów ze sprzedaży. Mali przedsiębiorcy, tak jak inni inwestorzy mają do dyspozycji ograniczony kapitał, który mogą zainwestować na wiele sposobów. Każda z tych możliwości związana jest z innym zwrotem z inwestycji, ryzykiem oraz innym okresem realizacji. Od zawartości portfela inwestycyjnego i trafności decyzji zależy wielkość przyszłych przychodów. Mali przedsiębiorcy powinni umiejętnie zarządzać strukturą sprzedaży tak, aby uwzględniać marżę na poszczególnych produktach, sezonowość sprzedaży, trendy na rynku oraz wiele innych nośników mających wpływ na oferowany produkt, usługę czy towar. Bardzo istotnym czynnikiem mającym wpływ na wielkość przychodów ze sprzedaży jest również kapitał intelektualny. Przedsiębiorcy mogą się wykazać wieloma umiejętnościami kreowania poszczególnych czynników niematerialnych w celu zwiększenia wartości swojej firmy. Pierwszym aspektem w dziedzinie kapitału intelektualnego jest zarządzanie kapitałem ludzkim w taki sposób, aby kształtować odpowiednie postawy w zespole oraz dbać o rozwój właściwych kompetencji. Drugim elementem kapitału intelektualnego jest kapitał strukturalny tworzony przez czynniki niematerialne, takie jak: marka, reputacja, bazy danych, listy klientów, innowacyjność, struktura organizacyjna. Wszystkie te czynniki są uzależnione od właściwego zarządzania firmą, postawy menadżera oraz zrozumienia siły i znaczenia aktywów opartych na wiedzy. Ostatnim czynnikiem niematerialnym mającym wpływ na wartość przychodów ze sprzedaży jest lokalizacja, a więc jej wybór w początkowej fazie tworzenia przedsiębiorstwa bądź jej zmiana w dalszych etapach funkcjonowania firmy.

Schemat 3. Niematerialne czynniki wartości małych i średnich przedsiębiorstw wpływające na rentowność sprzedaży



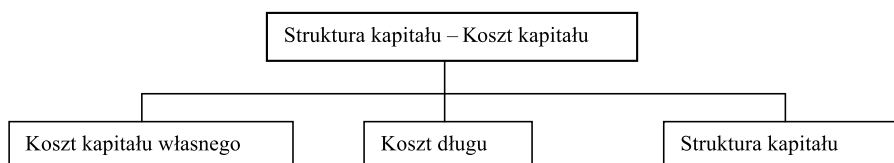
Źródło: jak w schemacie 1.

Rentowność sprzedaży możemy zwiększać za pomocą oddziaływania na dwa czynniki niematerialne takie jak poziom zatrudnienia oraz skala inwestycji (por. schemat 3). Poziom zatrudnienia powinien być dopasowany do wielkości sprzedaży/produkcji, możliwości produkcyjnych, wielkości rynku, sezonowości produktu/usługi itp. Obecnie, w celu poprawy kształtowania odpowiedniego poziomu zatrudnienia w danym momencie, funkcjonuje wiele firm oferujących leasing pracowniczy. Zarządzanie skalą inwestycji ukierunkowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa powinno mieć na uwadze zmniejszenie stopy niezbędnych inwestycji w kapitał obrotowy. Sytuację pozytywną w tym aspekcie mamy wówczas, gdy w określonym czasie analizy wskaźnik rotacji zapasów i należności ulega skróceniu oraz gdy wskaźnik rotacji zobowiązań wydłuża się. Sytuacja taka odzwierciedla prawidłowe zarządzanie zasobami jednostki: firma poprawia zarządzanie produkcją i zapasami, lepiej egzekwuje zapłatę za swoje wyroby (towary) od kontrahentów i jednocześnie posiada lepsze warunki kredytu kupieckiego (dłuższe terminy płatności) dla zamawianych środków do produkcji.

Strategia podatkowa to następny czynnik niematerialny mający wpływ na wartość małego podmiotu gospodarczego przez obniżenie efektywnej bądź też krańcowej stopy podatku dochodowego. Wybór odpowiedniej formy prawnej i formy opodatkowania (PIT, CIT, ryczałt od przychodów, karta podatkowa), a następnie w konsekwencji wybór odpowiedniej strategii podatkowej to także

niezwykle istotne elementy, o których niekiedy przedsiębiorcy zapominają. Niewiedza, pośpiech, brak odpowiedniej analizy oraz brak strategicznego podejścia do zarządzania to często spotykane problemy wśród właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw. Dodatkowo ważnym elementem jest też ograniczony budżet przekładający się na utrudniony dostęp do fachowej pomocy specjalistów z zakresu doradztwa podatkowego.

Schemat 4. Niematerialne czynniki wartości małych i średnich przedsiębiorstw wpływające na strukturę/koszt kapitału



Źródło: jak w schemacie 1.

Kolejnym istotnym czynnikiem niematerialnym w kreowaniu wartości małych i średnich przedsiębiorstw jest struktura kapitału, a więc i koszt kapitału (schemat 4). Koszt kapitału własnego i koszt długu to często niezrozumiane pojęcia wśród właścicieli tych przedsiębiorstw. Bardzo często w przypadku przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie (a takimi są najczęściej przedsiębiorstwa małe i średnie) menadżerowie nie szacują oczekiwanej stopy zwrotu z uwagi na brak wiedzy w tym zakresie lub błędne mniemanie, że kapitał własny nic nie kosztuje (Węgrzyn 2016, s. 405). Ograniczony zasób wiedzy z zakresu kosztu kapitałów oraz wielkości zadłużenia, nieznajomość efektu dźwigni finansowej, albo po prostu niechęć do ryzyka to niestety problem, z którym zmagają się wielu właścicieli firm. Mali przedsiębiorcy, podobnie jak zarządy dużych przedsiębiorstw, powinni gospodarować swoim kapitałem w taki sposób, aby obniżyć jego koszt. Obniżając koszt kapitału zainwestowanego w dane przedsięwzięcie obniżamy tym samym stopę dyskontową, przez co wartość naszej inwestycji/przedsiębiorstwa po prostu rośnie.

Podsumowanie

Zagadnienia związane z czynnikami niematerialnymi wzbudzają obecnie ogromne zainteresowanie teoretyków i praktyków zarządzania. Wzmocniona debata na ten temat jest wynikiem przeobrażeń, które zachodzą w związku z pojawieniem się nowej ekonomii. W ostatnich trzech dekadach w świecie biznesu dokonała się rewolucja polegająca na przejściu od kapitalizmu przemysłowego, opartego na aktywach materialnych, do „ery postindustrialnej”, w której tworzenie wartości odbywa się przede wszystkim dzięki czynnikom

niematerialnym. Odzwierciedleniem tego zjawiska jest wyższa rynkowa wycena firm opierających swoją działalność na aktywach wiedzy, w stosunku do firm tradycyjnych – eksploatujących głównie aktywa materialne i finansowe. W efekcie czynniki niematerialne stanowią coraz większą część wartości rynkowej przedsiębiorstw. Fakt ten powinien zostać wykorzystany przez właścicieli małych i średnich przedsiębiorstw w celu zwiększenia swojej wartości. Wyodrębnione niematerialne czynniki wartości małych przedsiębiorstw nie tylko mogą stać się narzędziem przydatnym do kreowania wartości małych przedsiębiorstw, ale także doskonałym narzędziem zarządczym obnażającym wady i zalety danej firmy. Identyfikację czynników wartości małych przedsiębiorstw oparto nie tylko na studiach literaturowych, analizie przypadków, ale również na zdobytych doświadczeniach w zarządzaniu małymi podmiotami gospodarczymi. Przeprowadzone badania wspomogły identyfikację niematerialnych mikronośników wartości małych przedsiębiorstw, od których zależą takie makronośniki, jak: przychody ze sprzedaży, rentowność sprzedaży, efektywna stopa podatkowa oraz struktura kapitału.

Stosunkowo krótka historia drobnej przedsiębiorczości w Polsce spowodowała, że małe przedsiębiorstwa dopiero w ostatnich latach stały się przedmiotem zainteresowania inwestorów, a one same zaczynają się interesować rynkiem kapitałowym. Postępujące procesy konsolidacji przebiegające również w sektorze małego biznesu, otwarcie rynku kapitałowego dla mniejszych podmiotów, poszukiwania alternatywnych możliwości inwestycyjnych wśród innowacyjnych małych przedsiębiorstw sprawiły, że liczba przesłanek do oceny wartości najmniejszych podmiotów wzrasta. Prezentowana praca jest zatem w zamierzeniu autorów jednym z kroków w tym kierunku.

Bibliografia

- Benninga S., Sarig O. (2000), *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, Wig-Press, Warszawa.
- Bieliński J. (2004), *Wartość firmy a sektorowa atrakcyjność alokacji kapitałowej*, (w:) Bieliński J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa.
- Brigham E.F., Gapenski L.G. (2001), *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa.
- Canning J.B. (1929), *The Economics of Accountancy*, The Ronald Press Company, New York.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Wig-Press, Warszawa.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
- Dicksee L.R., Tillytard F.T. (1976), *Goodwill and its treatment in accounts*, New York.

- Duliniec A. (2001), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dziawgo E. (2004), *Powiązanie alokacji kapitału z wynikami – metoda analizy wartości dla akcjonariuszy*, (w:) Bieliński J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu, Warszawa.
- Gerber M.E. (2007), *Mit przedsiębiorczości. Dlaczego większość małych firm upada i jak temu zaradzić*, MT Biznes, Warszawa.
- Haus B. (2004), *Ryzyko i przedsiębiorczość małego przedsiębiorstwa*, (w:) Kaleta A., Moszkowicz K., Woźniak L. (red.), *Przedsiębiorczość i innowacyjność małych i średnich przedsiębiorstw – wyzwania współczesności*, AE im. O. Langego, Wrocław.
- Jajuga K. (2003), *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, (w:) Zarzecki D. (red.), *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Kuczowic J. (2012), *Wycena małego przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa.
- Leszczewska K. (2007), *Strategie wzrostu małych podmiotów gospodarczych*, (w:) Orzechwa-Maliszewska E., Paszkowski J. (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, WSBFiZ, Warszawa.
- Monery N. (2000), *Przesłanki za zarządzaniem wartością*, (w:) *Tajniki finansów praktyczny przewodnik po fundamentach i arkadach finansów*, Liber, Warszawa.
- Piasecki B. (1996), *Przedsiębiorczość i mała firma*, Wydawnictwo UŁ, Łódź.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy*, Wig-Press, Warszawa.
- Rappaport A. (1986), *Creating Shareholder Value, The New Standard for Business Performance*, The Free Press, A Division of Macmillan, New York.
- Simon S.I. (1956), *Court Decisions concerning Goodwill*, "The Accounting Review", t. XXXI, No. 2.
- Urbańska K. (2010), *Źródła wartości małych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Urbańska K. (2014), *Czynniki wartości małych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Węgrzyn H. (2016), *Szacowanie kosztu kapitału własnego w przedsiębiorstwach z branży telekomunikacyjnej z wykorzystaniem metody AHP*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Humanitas, Sosnowiec.

Intangible Factors as Determinants of Small and Medium-Sized Enterprises' Goodwill

Summary

The aim of the article is to identify the intangible factors affecting the formation of goodwill of small and medium-sized enterprises (SMEs). These vehicles are described by the authors on the grounds of literature studies,

case study and long-term experience in the field of managing small and medium-sized enterprises of various branches. At present, one may observe the process where not only the subject literature but also entrepreneurs an ever growing importance attach to intangible assets as the key ones in building the organisation's strategy, achieving competitive advantage or formation of enterprise's goodwill. Therefore also awareness of these factors is important from the point of view of managing finance of small and medium-sized enterprises.

Key words: enterprise's goodwill, factors of creating firm's goodwill, enterprise's goodwill management.

JEL codes: L26

Artykuł zaakceptowany do druku w maju 2018 roku.

Afiliacja:

dr Kamila Urbańska

dr inż. Halina Węgrzyn

dr Roman Fulneczek

Wyższa Szkoła Handlowa we Wrocławiu

Wydział Ekonomiczno-Menedżerski

Katedra Studiów Europejskich

ul. Ostrowskiego 22

53-238 Wrocław

email: kamila.urbanska@handlowa.eu

email: halina.wegrzyn@handlowa.eu

email: roman.fulneczek@handlowa.eu