

# OCENA PRZYDATNOŚCI METOD WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW DYSTRESYWNYCH W KONTEKŚCIE ZARZĄDZANIA RYZYKIEM FINANSOWYM

---

Karolina Jezierska, Rafał Pitera



**SIZ**

wydawnictwo



# Ocena przydatności metod wyceny przedsiębiorstw dystresyjnych w kontekście zarządzania ryzykiem finansowym

---

Karolina Jezierska  
Rafał Pitera

**SIZ**

---

**wydawnictwo**

ŁÓDŹ 2025

### **Autorzy**

Karolina Jezierska

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9598-1240>

Wydział Ekonomii i Finansów, Uniwersytet Rzeszowski

Rafał Pitera

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2195-6373>

Wydział Ekonomii i Finansów, Uniwersytet Rzeszowski

### **Recenzent**

Dr hab. Jarosław Ropęga, prof. UŁ

### **Projekt okładki**

Kamil Dura

### **Projekt typograficzny, skład i łamanie**

Mateusz Poradecki

### **Redakcja językowo-stylistyczna i techniczna**

Monika Poradecka

© Copyright by Authors, Łódź 2025

© Copyright for this edition by Wydawnictwo SIZ, Łódź 2025

Wszelkie prawa zastrzeżone

Dozwolone jest wyłącznie korzystanie poprzez wyświetlanie  
dokładnych (dosłownych) kopii utworu.

Wydanie publikacji zostało sfinansowane ze środków pochodzących  
z grantu dla młodych naukowców (NIG/17/2024) przez Uniwersytet Rzeszowski

e-ISBN 978-83-68049-60-2

# **SIZ**

---

**wydawnictwo**

Wydawnictwo SIZ

90-237 Łódź, ul. Matejki 22/26

pok. 112

e-mail: [biuro@wydawnictwo-siz.pl](mailto:biuro@wydawnictwo-siz.pl)

tel. 42 635 47 91

*Risk comes from not knowing what you're doing.*

Warren Buffett



# Spis treści

---

|   |            |
|---|------------|
| Wstęp .....   | 9          |
| <b>1. Istota przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością – dystresywnego .....</b>                              | <b>15</b>  |
| 1.1. Pojęcie przedsiębiorstwa dystresywnego .....   | 15         |
| 1.2. Kluczowe problemy ekonomiczne przedsiębiorstw .....  | 22         |
| 1.3. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce w świetle analizy literatury .....                        | 32         |
| <b>2. Zarządzanie ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach zagrożonych upadłością .....</b>                 | <b>43</b>  |
| 2.1. Ryzyko finansowe w przedsiębiorstwie – podstawowe zagadnienia .....                                    | 43         |
| 2.2. Podstawowe źródła informacji o ryzyku wynikającym z sytuacji finansowej przedsiębiorstwa .....         | 50         |
| 2.3. Modele wczesnego ostrzegania przed upadłością podmiotów a zarządzanie ryzykiem .....                   | 59         |
| <b>3. Metody wyceny przedsiębiorstw dystresywnych – ujęcie klasyczne .....</b>                              | <b>67</b>  |
| 3.1. Istota wartości przedsiębiorstwa a jego wycena .....   | 67         |
| 3.2. Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw .....  | 76         |
| 3.3. Uwarunkowania prawne oraz ekonomiczne wyceny przedsiębiorstw zagrożonych upadłością .....              | 80         |
| 3.4. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw .....  | 92         |
| <b>4. Empiryczna ocena przydatności metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych a ryzyko finansowe .....</b> | <b>101</b> |
| 4.1. Cele i metodyka badania .....  | 101        |
| 4.2. Ocena przydatności metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych – wyniki badań .....                     | 106        |
| 4.3. Wnioski z przeprowadzonego badania .....   | 117        |
| Zakończenie .....   | 125        |
| Bibliografia .....  | 127        |
| Spis rysunków .....   | 143        |
| Spis tabel .....  | 145        |
| Spis wykresów .....   | 147        |



# Wstęp

---

Zarządzanie współczesnym przedsiębiorstwem jest procesem, który wymaga stałego dostępu do rzetelnych informacji finansowych. Ułatwiają one podejmowanie właściwych decyzji, czyli takich, których skutki przyczyniają się do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa i wypracowanego zysku. Sukces nie jest jednak możliwy bez zdolności podmiotów gospodarczych do kontynuowania działalności. Wiele rozwojowych inwestycji i przedsięwzięć kończy się niepowodzeniem z powodu bankructwa, które okazało się zaskoczeniem dla interesariuszy. Upadłość można przewidywać dzięki ciągłemu monitorowaniu sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa i ryzyka zagrożenia upadłością.

Wiedza dotycząca sytuacji finansowej podmiotu jest kluczowa dla wszystkich zainteresowanych. Pozwala z wyprzedzeniem podjąć adekwatne działania naprawcze bądź restrukturyzacyjne. Warto również nadmienić, iż każda sytuacja kryzysowa jest specyficzna dla przedsiębiorstwa i wymaga również podejmowania innych decyzji niż w przypadku podmiotu niezagrażonego bankructwem.

Analiza danych i statystyk finansowych na gruncie gospodarki polskiej oraz przedsiębiorstw europejskich jednoznacznie potwierdza, że problematyka wyceny przedsiębiorstw dystresyjnych (*distressed companies*) zyskuje na znaczeniu. Dowodem tego jest rosnąca liczba przedsiębiorstw niewypłacalnych, ale także brak odpowiednich regulacji prawnych oraz standardów wyceny w tym zakresie. Dla przykładu liczba przedsiębiorstw upadłych (postanowienia sądów rejonowych na koniec roku) w 2018 roku wynosiła 975. Rok później wzrosła ona do 1019. W 2021 roku liczba przedsiębiorstw upadłych wzrosła już do 2127 postanowień sądowych, a rok 2023 przyniósł aż 4701 takich wyroków. Zgodnie z prognozami Coface łączna liczba niewypłacalności polskich przedsiębiorstw odnotowana w całym 2024 roku (według danych na 7 stycznia 2025 r.) osiągnęła kolejny rekord i wyniosła 5576<sup>1</sup>.

---

1 Coface for Trend Poland, Raport Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2024 roku, 2025, <https://www.coface.pl/publikacje-ekonomiczne-i-analizy/raport-coface-niewypłacalności-firm-w-polsce-w-2024-roku> (dostęp: 10.01.2026).

Upadłość przedsiębiorstw jest nieodłącznym mechanizmem selekcji nieefektywnych podmiotów gospodarczych w gospodarce rynkowej. W takim znaczeniu uznać ją można za zjawisko pozytywne i potrzebne. Nie oznacza to jednak, że upadłość nie pociąga za sobą również negatywnych konsekwencji. Problemem nie jest samo zjawisko upadłości, lecz sposób zorganizowania całej infrastruktury instytucjonalnej. W dużej mierze zależą od niej charakter, skuteczność i zakres zarówno tych pozytywnych, jak i negatywnych następstw, tak istotnych dla wszystkich stron procesu upadłościowego.

Problematyka wyceny przedsiębiorstw od wielu lat zajmuje istotne miejsce w badaniach z zakresu finansów przedsiębiorstw oraz analizy ekonomicznej. Wartość przedsiębiorstwa stanowi bowiem kluczową kategorię decyzyjną, wykorzystywaną zarówno w procesach inwestycyjnych, transakcyjnych i restrukturyzacyjnych, jak i w praktyce zarządczej, sądowej oraz regulacyjnej. Pomimo bogatego dorobku teoretycznego i metodologicznego zagadnienie wyceny przedsiębiorstw wciąż pozostaje obszarem intensywnych dyskusji, szczególnie w kontekście podmiotów znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej.

Współczesne realia gospodarcze charakteryzują się podwyższonym poziomem niepewności, zmiennością otoczenia makroekonomicznego oraz rosnącą liczbą przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach zaburzonej równowagi finansowej. Kryzysy gospodarcze, wzrost kosztów finansowania, presja konkurencyjna oraz zmiany regulacyjne powodują, że coraz częściej mamy do czynienia z przedsiębiorstwami dystresywnymi, czyli podmiotami zagrożonymi utratą płynności, wypłacalności lub zdolności do kontynuacji działalności. W takich warunkach klasyczne podejścia do wyceny przedsiębiorstw napotykają liczne ograniczenia, a uzyskane wyniki często cechują się wysoką wrażliwością na przyjęte założenia.

Szczególnym wyzwaniem w wycenie przedsiębiorstw dystresywnych jest ograniczona możliwość wiarygodnego prognozowania przyszłych przepływów pieniężnych oraz trudności w szacowaniu stopy dyskontowej adekwatnej do podwyższonego poziomu ryzyka. Z drugiej strony metody majątkowe, choć bardziej konserwatywne, nie zawsze oddają rzeczywistą zdolność przedsiębiorstwa do generowania wartości ekonomicznej w przyszłości. Powoduje to, że proces wyceny w warunkach dystresu finansowego wymaga zastosowania podejścia wielowymiarowego oraz krytycznej analizy wyników uzyskiwanych różnymi metodami.

Celem niniejszej monografii jest kompleksowa analiza metod wyceny przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem ich przydatności w warunkach dys-tresu finansowego. Publikacja koncentruje się na porównaniu klasycznych metod dochodowych, metod majątkowych oraz podejść hybrydowych, wskazując ich zalety, ograniczenia oraz możliwości praktycznego zastosowania w procesach decyzyjnych. Głównym celem badawczym monografii jest ocena oddziaływania metody wyceny na poziom oszacowanej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa, a także identyfikacja podejść umożliwiających lepsze odzwierciedlenie ryzyka finansowego podmiotów dystresywnych.

W ramach realizacji celu głównego sformułowano następujące cele szczegółowe:

- 1) prezentacja kluczowych problemów ekonomicznych przedsiębiorstw;
- 2) analiza specyfiki ryzyka w przedsiębiorstwach na podstawie danych finansowych;
- 3) identyfikacja ograniczeń klasycznych metod wyceny w warunkach ryzyka upadłości;
- 4) porównanie wyników wyceny uzyskanych metodą dochodową, majątkową i mieszaną;
- 5) identyfikacja skali rozbieżności pomiędzy metodami wyceny;
- 6) ocena przydatności metody mieszanej jako narzędzia porównawczego;
- 7) określenie typów przedsiębiorstw najbardziej wrażliwych na wybór metody;
- 8) analiza możliwości wykorzystania wyników do rankingu przedsiębiorstw.

Realizacja wskazanych celów pozwala na pogłębione spojrzenie na proces wyceny jako narzędzie analityczne wspierające podejmowanie decyzji w warunkach podwyższonego ryzyka. W odniesieniu do sformułowanych celów zostały postawione następujące hipotezy badawcze:

**H1:** Klasyczne metody dochodowe (np. DCF) charakteryzują się ograniczoną przydatnością w wycenie przedsiębiorstw dystresywnych ze względu na wysoką niepewność prognoz przepływów pieniężnych i trudności w szacowaniu stopy dyskontowej.

**H2:** Łączenie różnych metod wyceny (podejście hybrydowe) pozwala na lepsze odzwierciedlenie poziomu ryzyka finansowego przedsiębiorstwa dystresywnego niż stosowanie pojedynczej metody wyceny.

**H3:** Wycena przedsiębiorstw dystresywnych stanowi istotne narzędzie wspomagające decyzje restrukturyzacyjne oraz ograniczające ryzyko błędnych decyzji zarządczych.

Zakres przedmiotowy monografii obejmuje zagadnienia związane z teorią i praktyką wyceny przedsiębiorstw, analizą finansową, identyfikacją symptomów dystresu finansowego oraz oceną ryzyka ekonomicznego. Zakres podmiotowy pracy odnosi się do przedsiębiorstw nienotowanych, w szczególności podmiotów znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, dla których problem wyceny ma kluczowe znaczenie w kontekście dalszego funkcjonowania, restrukturyzacji lub likwidacji. W pracy zastosowano metody analizy literatury przedmiotu, analizę porównawczą metod wyceny oraz badanie empiryczne oparte na zestawieniu wyników wyceny uzyskanych dla zróżnicowanej grupy przedsiębiorstw.

Struktura monografii została podporządkowana realizacji przyjętych celów badawczych oraz weryfikacji postawionych hipotez. W rozdziale pierwszym przedstawiono istotę przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością – dystresywnego oraz kluczowe problemy ekonomiczne dotyczące przedsiębiorstw. Zwrócono uwagę na przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce w świetle analizy literatury.

Rozdział drugi poświęcono problematyce zarządzania ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach zagrożonych upadłością. Przedstawione zostały podstawowe źródła informacji o ryzyku wynikającym z sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, jak również modele wczesnego ostrzeżenia przed upadłością podmiotów.

Rozdział trzeci zawiera charakterystykę i klasyfikację metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych, a także cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw. Uwagę zwrócono na prawne oraz ekonomiczne uwarunkowania wyceny przedsiębiorstw zagrożonych upadłością.

W rozdziale czwartym przedstawiono metodykę badania: charakterystykę badanych przedsiębiorstw oraz zastosowane metody wyceny. Empirycznej ocenie poddano przydatność metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych. Uzyskane wyniki przedstawione zostały w formie graficzno-tabelarycznej.

Całość zamyka podsumowanie, w którym odniesiono się do celów pracy i hipotez badawczych. Wskazano również na kierunki dalszych badań.

Niniejsza monografia ma zarówno wymiar teoretyczny, jak i aplikacyjny. Z jednej strony porządkuje wiedzę z zakresu wyceny przedsiębiorstw w warunkach dystresu finansowego, z drugiej zaś dostarcza praktycznych wskazówek

dla menedżerów, analityków finansowych oraz doradców restrukturyzacyjnych. W tym sensie praca stanowi próbę wypełnienia luki pomiędzy teorią finansów a praktyką gospodarczą.

Monografia została sfinansowana ze środków pochodzących z grantu dla młodych naukowców (NIG/17/2024), przyznanego w celu wsparcia rozwoju działalności badawczej. Otrzymane dofinansowanie umożliwiło realizację badań, opracowanie ich wyników oraz przygotowanie publikacji, przyczyniając się do poszerzenia dorobku naukowego i wzmocnienia potencjału badawczego autorów.



# 1. Istota przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością – dystresywnego

---

## 1.1. Pojęcie przedsiębiorstwa dystresywnego

Upadłość przedsiębiorstwa najczęściej poprzedzona jest długotrwałym kryzysem finansowym, który pod względem ekonomicznym zagraża podmiotowi gospodarczemu. Na ogół kryzysy w gospodarce mają podłoże ekonomiczne i wywołują w niej poważne turbulencje<sup>2</sup>.

Kryzys, jako sytuacja złożona, często ma charakter wielowymiarowy i jest definiowany jako nieplanowany proces, czyli ciąg zdarzeń przebiegających w określonym czasie, będących zagrożeniem dla egzystencji przedsiębiorstwa<sup>3</sup>. Na ogół jest to spowodowane dysproporcją między celami i zasobami wykorzystywanymi do ich osiągnięcia, co często doprowadza do upadłości<sup>4</sup>.

Początki badań mikroekonometrycznych dotyczących trudności finansowych przedsiębiorstw w Polsce sięgają późnych lat dziewięćdziesiątych. Zastosowanie liniowej analizy dyskryminacyjnej do analizy upadłości w Polsce można znaleźć np. w publikacjach D. Hadasika<sup>5</sup>, K. Michaluka<sup>6</sup>, E. Mączyńskiej i Za-

---

2 J.M. Nazarczuk, M. Cicha-Nazarczuk, K. Szczepańska, *Wrażliwość polskiej gospodarki na zmiany wywołane pandemią COVID-19*, Instytut Badań Gospodarczych, Toruń 2022, s. 5, <https://doi.org/10.24136/eep.mon.2022.10>

3 T. Korol, B. Prusak, *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2005.

4 E. Urbanowska-Sojkin, *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998, s. 20–21.

5 D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe. Prace Habilitacyjne”, z. 153, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998.

6 K. Michaluk, *Zastosowania metod ilościowych w procesie przewidywania zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa*, praca doktorska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2000.

wadzkiego<sup>7</sup> czy A. Hołdy<sup>8</sup>. Problematykę niepowodzeń biznesowych w Polsce badali również W. Orłowski i Z. Żółkiewski<sup>9</sup>. Badania opierały się na danych zagregowanych, a nie na mikrodanych dotyczących przedsiębiorstw. Wiele badań dotyczących niepowodzeń i dystresu przedsiębiorstw przeprowadzono także w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej. Dla przykładu L. Lizal prowadził badania dla Republiki Czeskiej<sup>10</sup>, O. Hajdu i M. Viraga dla Węgier<sup>11</sup>, z kolei J. Hunter i N. Isachenkova dla Rosji<sup>12</sup>.

Przedsiębiorstwa znajdujące się w trudnej sytuacji to podmioty borykające się ze znacznymi trudnościami finansowymi, zazwyczaj mające problemy z rentownością, wysokim poziomem zadłużenia lub poważne problemy z płynnością, które zagrażają ich dalszej działalności<sup>13</sup>. Zagadnienie to dotyczy szerszej kategorii finansów przedsiębiorstwa i oddziałuje na sytuację finansową i strategiczne decyzje firmy. Przedsiębiorstwa często nie są w stanie wywiązać się z własnych zobowiązań finansowych w terminie, co przekłada się na niepewną sytuację, a skutkiem tego może być niewypłacalność lub bankructwo podmiotu. Wyzwania, jakie stoją przed przedsiębiorstwami będącymi w trudnej sytuacji, mogą wynikać z różnych czynników, w tym niewłaściwego procesu zarządzania, niesprzyjających warunków gospodarczych czy intensywnych działań konkurencji.

---

7 E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Systemy wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w funkcjonowaniu przedsiębiorstw*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie transformacji gospodarki polskiej*, Wydawnictwo DiG, Warszawa 2000, s. 361–373.

8 A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310.

9 W. Orłowski, Z. Żółkiewski, *The determinants of firm exit and survival in transition economies. The case of Poland*, „Central Statistical Office, Research Bulletin” 2001, vol. 10(3–4).

10 L. Lizal, *Determinants of financial distress: what drives bankruptcy in a transition economy? The Czech Republic case*, „William Davidson Working Paper” 2002, no. 451.

11 O. Hajdu, M. Virag, *A Hungarian model for predicting financial bankruptcy*, *Society and the Economy in Central and Eastern Europe*, „Quarterly Journal of the Budapest University of Economic Sciences and Public Administration” 2001, vol. XXIII(1–2), s. 28–46.

12 J. Hunter, N. Isachenkova, *Failure risk: a comparative study of UK and Russian firms*, Department of Economics and Finance Brunel University, „Discussion Paper” 00–1” 2000.

13 *Distressed companies*, b.r., <https://diversification.com/term/distressed-companies> (dostęp: 2.12.2025).

Trudność finansową przedsiębiorstwa można stwierdzić<sup>14</sup>:

- 1) porównawczo, czyli zestawiając charakterystykę firmy z jakimś standardem statystycznym (modelem);
- 2) dynamicznie, tj. z wykorzystaniem danych historycznych, które świadczą o potencjalnym pogorszeniu się sytuacji finansowej spółki.

Terminy ekonomiczne, takie jak *przedsiębiorstwo w trudnej sytuacji finansowej* i *przedsiębiorstwo w upadłości*, choć często używane zamiennie, oznaczają różne etapy trudności finansowych. Przedsiębiorstwa dystresywne to podmioty będące w trudnej sytuacji finansowej, które doświadczają poważnych problemów finansowych i są zagrożone niewypłacalnością lub bankructwem, ale nie złożyły jeszcze formalnego wniosku o upadłość<sup>15</sup>. Można powiedzieć, że znajdują się na krawędzi bankructwa, zmagając się z problemami, m.in.: ujemnym przepływem środków pieniężnych, zadłużeniem czy niezdolnością do wywiązywania się z krótkoterminowych zobowiązań. Przykładowymi opcjami, które zarząd może rozważyć, by uniknąć formalnego bankructwa przedsiębiorstwa, jest restrukturyzacja pozasądowa, inaczej miękka – jako elastyczny proces negocjacji z wierzycielami i restrukturyzacji zadłużenia, następnie sprzedaż jego aktywów lub poszukiwanie finansowania alternatywnego.

Trudności finansowe przedsiębiorstwa zależą od wielu czynników. Identyfikacja, a następnie kwantyfikacja czynników nie zawsze jest możliwa. Sam termin *trudności finansowe* również nie jest łatwy do kwantyfikacji. Dlatego zadanie modelowania trudności finansowych zawsze zależy od wielu założeń ilościowych.

*Distressed company* jest terminem powszechnie stosowanym w literaturze anglojęzycznej, który oznacza, że przedsiębiorstwo znajduje się w trudnej sytuacji finansowej. Zgodnie ze stanowiskiem B. Prusaka autorzy pracy przyjęli, iż przedsiębiorstwo dystresywne stanowi podmiot, który znajduje się w stanie upadłości, oddalono wobec niego wniosek o ogłoszenie upadłości lub w niedalekiej

14 M. Gruszczynski, *Financial distress of companies in Poland*, 2004, <https://cor.sgh.waw.pl/bitstream/handle/20.500.12182/1346/aewp01-04.pdf?sequence=2&isAllowed=y> (dostęp: 17.01.2026).

15 *Ibidem*.

przyszłości może stać się upadłe, jeżeli nie zainicjuje odpowiednich procesów naprawczych<sup>16</sup>. Wariantami postępowania z przedsiębiorstwem dystresywnym są:

- 1) możliwości pozyskania nowych źródeł kapitału od obecnych bądź potencjalnych kapitałodawców;
- 2) w przypadku problemów z pozyskaniem kapitału, a jednocześnie istnienia na rynku podmiotu zainteresowanego jej nabyciem (najczęściej firma konkurencyjna lub przedsiębiorstwo planujące wejść do branży, w której działa podmiot) – sprzedaż przedsiębiorstwa;
- 3) restrukturyzacja i kontynuacja działalności dzięki uwzględnieniu negocjacji co do zmian warunków dotychczasowych umów z interesariuszami;
- 4) możliwość naprawy przedsiębiorstwa z wykorzystaniem procedur zawartych ustawie z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne<sup>17</sup> oraz ustawie z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo upadłościowe (pierwotnie: Prawo upadłościowe i naprawcze)<sup>18</sup>;
- 5) likwidacja przedsiębiorstwa.

Wybór określonej formy postępowania ma wpływ na dobór właściwej metody wyceny oraz na wartość analizowanego przedsiębiorstwa. Przy próbie ratowania podmiotu zagrożonego upadłością i utrzymania jego dotychczasowe funkcjonowanie dzięki wprowadzeniu procesów restrukturyzacyjnych jego wartość jest zależna od prawdopodobieństwa sukcesu wprowadzonych działań naprawczych.

Główne predyktory trudności finansowych/bankructwa oraz kierunek ich wpływu na prawdopodobieństwo niepowodzenia można skonstruować w następujący sposób<sup>19</sup>:

16 B. Prusak, *Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2017, nr 153, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Oficyna Wydawnicza SGH, s. 123.

17 Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 11 września 2024 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Prawo restrukturyzacyjne (tekst jedn. Dz.U. z 2024 r., poz. 1428).

18 Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 24 marca 2025 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Prawo upadłościowe (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 614).

19 U. Kaiser, *Moving in and out of financial distress: evidence for newly founded services sector firms*, „ZEW Discussion Paper”, Nr 01–09, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim 2001; C. Lennox, *Identifying failing companies: a reevaluation of the logit, probit*

- 1) nierentowność – im bardziej nierentowna firma, tym większe jest prawdopodobieństwo niepowodzenia (znak +);
- 2) dług – upadłość rozpoczyna się zwykle od niespłacenia zadłużenia, tak więc im wyższy dług, tym większe jest prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania (+);
- 3) trudności z przepływem środków pieniężnych – firma o zdrowym przepływie środków pieniężnych ma stosunkowo łatwy dostęp do finansowania zewnętrznego, przez co jest mniej podatna na upadek (+);
- 4) wiek firmy – ma odwrotny wpływ na prawdopodobieństwo przejścia do (wyjścia z) trudności finansowych: w początkowym okresie ryzyko niepowodzenia wzrasta, średni wiek wiąże się ze stabilnym prawdopodobieństwem niewypłacalności;
- 5) rozmiar firmy – ma również odwrotny wpływ na prawdopodobieństwo wejścia firmy w trudną sytuację finansową (wyjścia z trudnej sytuacji finansowej);
- 6) stan prawny – np. ograniczona odpowiedzialność ma pozytywny wpływ na prawdopodobieństwo popadnięcia firmy w kłopoty finansowe (+);
- 7) akcjonariusz korporacyjny – istnienie akcjonariuszy korporacyjnych ma negatywny wpływ na prawdopodobieństwo popadnięcia w kłopoty finansowe (-);
- 8) wielu wierzycieli – firmy mające wielu wierzycieli są mniej narażone na kłopoty finansowe niż firmy z pojedynczymi wierzycielami (-);
- 9) dywersyfikacja – zdywersyfikowane firmy są mniej narażone na kłopoty finansowe niż firmy niezdywersyfikowane (-);
- 10) sektor przemysłu – może determinować dostęp firmy do finansowania;
- 11) wpływ cykli koniunkturalnych – złe ogólne wyniki branży zwiększają prawdopodobieństwo popadnięcia w kłopoty finansowe.

Podsumowując, w podrozdziale podkreślono, że upadłość to często kulminacja długotrwałego kryzysu, ale możliwe są interwencje zapobiegawcze. Badania empiryczne z Polski i zagranicy wskazują na uniwersalność zagadnienia, a predyktory pozwalają na wczesne wykrywanie ryzyka. Tekst zachęca do holistycznego podejścia do zarządzania finansami, z naciskiem na restrukturyzację jako alternatywę dla likwidacji. W kontekście gospodarek transformacyjnych, takich jak polska, analiza ta ma szczególne znaczenie dla budowania odporności biznesowej. Dalsze badania mogłyby pogłębić modele predykcyjne,

uwzględniając dane mikroekonomiczne i czynniki zewnętrzne, takie jak pandemia czy inflacja.

Rozszerzając tę perspektywę, warto zauważyć, że w ostatnich latach, szczególnie w okresie 2024–2025, obserwuje się dynamiczny wzrost liczby postępowań restrukturyzacyjnych i upadłościowych w Polsce, co potwierdza tezy podrozdziału o wielowymiarowym charakterze kryzysów finansowych. Według danych z raportu Coface na temat niewypłacalności w Europie Środkowo-Wschodniej w 2024 roku w Polsce odnotowano 769 postępowań niewypłacalnościowych, co oznacza wzrost o ponad 32% w porównaniu do 581 w 2023 roku. Ten trend jest napędzany przez czynniki zewnętrzne, takie jak wysoka inflacja, rosnące stopy procentowe oraz skutki postpandemiczne, które nasilają problemy z płynnością i zadłużeniem. Na przykład w sektorze produkcyjnym, który według podsumowania GGI Global Alliance z 2024 roku był najbardziej dotknięty bankructwami (106 bankructw, wzrost o 14% r/r), firmy borykają się z rosnącymi kosztami surowców i energii, co bezpośrednio koreluje z predyktorami nierentowności i wysokiego zadłużenia omówionymi w podrozdziale. Podobnie w handlu detalicznym zanotowano 94 bankructwa, co ilustruje wpływ cykli koniunkturalnych na prawdopodobieństwo dystresu<sup>20</sup>.

W kontekście gospodarek transformacyjnych uniwersalność zagadnienia podkreśla się w badaniach empirycznych, takich jak analiza trendów niewypłacalności korporacyjnych w latach 2021–2024, gdzie podkreślono eskalację problemów finansowych w warunkach niestabilności makroekonomicznej. Te studia, oparte na danych GUS i pochodzących z innych źródeł, pokazują, że przedsiębiorstwa dystresywne w Polsce często osiągają punkt krytyczny z powodu kombinacji czynników wewnętrznych (np. błędów zarządczych) i zewnętrznych (np. inflacji na poziomie 4,9% w 2025 roku, jak wskazują raporty ekonomiczne). Co więcej, badania z Europy Środkowej, takie jak te przeprowadzone przez MDPI na temat predykcji bankructw i cykli życia przedsiębiorstw, wykazują U-kształtny wpływ wieku i rozmiaru firmy na ryzyko dystresu, z najwyższym narażeniem dla start-upów i firm w fazie spadku. Modele predykcyjne, jak te T. Klietika czy model poznański, osiągają wyższą dokładność w kontekście polskim, co sugeruje

---

20 Coface for Trend, *CEE INSOLVENCIES Insights for navigating risks in a shifting economy*, 2025, <https://www.coface.com/news-economy-and-insights/cee-insolvencies-rise-despite-economic-recovery> (dostęp: 1.12.2025).

potrzebę dostosowania narzędzi analitycznych do lokalnych realiów, w tym wpływu pandemii COVID-19, która według raportu Chambers and Partners z 2025 roku przyspieszyła wzrost restrukturyzacji (4003 postępowań w 2024, ponad 90% wszystkich)<sup>21</sup>.

Praktyczne implikacje podrozdziału są szczególnie istotne w świetle aktualnych trendów. Restrukturyzacja pozasądowa lub sądowa, jako preferowana alternatywa dla likwidacji, zyskuje na popularności – w 2024 roku odnotowano 4430 postępowań restrukturyzacyjnych, co według „National Law Review” wskazuje na rosnącą świadomość wśród menedżerów dotyczącą możliwości negocjacji z wierzycielami i pozyskiwania alternatywnego finansowania. W sektorze transportowym na przykład w pierwszym kwartale 2024 roku zanotowano 120 bankructw, co podkreśla sektorowe zróżnicowanie ryzyka i potrzebę dywersyfikacji jako predyktora zmniejszającego narażenie. Holistyczne podejście do zarządzania finansami, promowane w tekście, obejmuje wczesne wykrywanie sygnałów ostrzegawczych, takich jak ujemne przepływy pieniężne czy wysoki dług, co pozwala na interwencje zapobiegawcze. W warunkach inflacji i globalnych wyzwań, jak te opisane w publikacji pt. *The Surge in Large Corporate Bankruptcy Filings: What’s Driving the 2024–2025 Wave?*<sup>22</sup>, firmy powinny integrować analizę cykli koniunkturalnych i stanu prawnego (np. ograniczona odpowiedzialność zwiększająca ryzyko) w strategii odpornościowej<sup>23</sup>.

Dalsze badania, jak sugeruje podrozdział, powinny pogłębiać modele predykcyjne poprzez włączenie danych mikroekonomicznych z baz takich jak GUS. Na przykład statystyki z drugiego i trzeciego kwartału 2025 roku pokazują stabilizację liczby bankructw (90 w Q2 i 101 w Q3), ale wzrost rejestracji przedsiębiorstw (88,728 w Q2 i 85,368 w Q3), co wskazuje na ożywienie gospodarcze, lecz z perspektywą nowych dystresów w sektorach wrażliwych na inflację. Integracja

---

21 M. Maliszewska, B. Karlikowska, J. Prachowski, *Analysis of Corporate Insolvency Trends in Poland between 2021 and 2024*, „European Research Studies Journal” 2025, vol. XXVIII(1), s. 1050–1071.

22 CSC Global, *The Surge in Large Corporate Bankruptcy Filings: What’s Driving the 2024–2025 Wave?*, b.r., <https://www.cscglobal.com/service/resources/bankruptcy-and-restructuring-ebook/> (dostęp: 10.01.2026).

23 M.S. Wnukowski, M.R. Olech, *Distressed M&A Deals in Poland*, 2025, <https://natlawreview.com/article/distressed-ma-deals-poland> (dostęp: 10.01.2026); CSC Global, *The Surge in Large Corporate Bankruptcy Filings...*

czynników zewnętrznych, takich jak pandemia (które nasiliły problemy płynnościowe) czy inflacja, mogłaby poprawić dokładność modeli, jak w przypadku modyfikacji M.E. Zmijewskiego<sup>24</sup>, które lepiej radzą sobie z dojrzałymi firmami. W kontekście polskim, gdzie rynek *distressed M&A* jest wciąż nierozwinięty, badania mogłyby skupić się na promowaniu sprzedaży aktywów jako opcji ratunkowej, co zwiększyłoby szanse na kontynuację działalności<sup>25</sup>.

Ostatecznie podrozdził nie tylko definiuje kluczowe pojęcia, ale także dostarcza ram dla praktycznego działania. W erze niestabilności gospodarczej budowanie odporności biznesowej poprzez wczesne wykrywanie predyktorów i preferowanie restrukturyzacji nad likwidacją staje się imperatywem. Dla gospodarek transformacyjnych analiza ta podkreśla potrzebę adaptacji do globalnych wyzwań, co może przyczynić się do zmniejszenia liczby bankructw, jak te 436 korporacyjnych w 2024 roku. Przyszłe prace badawcze powinny zatem łączyć dane historyczne z prognozami, uwzględniając sektorowe i regionalne zróżnicowania, aby lepiej wspierać decydentów w zapobieganiu dystresom finansowym<sup>26</sup>.

## 1.2. Kluczowe problemy ekonomiczne przedsiębiorstw

Do najczęściej wskazywanych w literaturze przedmiotu czynników, które warunkują sytuację finansową przedsiębiorstwa, zalicza się<sup>27</sup>: strukturę finansową przedsiębiorstwa, płynność finansową, wypłacalność, zdolności adaptacyjne

24 M.E. Zmijewski, *Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models*, „Journal of Accounting Research” 1994, vol. 22, s. 59–82.

25 Statistics Poland, *Registrations and bankruptcies of enterprises in the third quarter of 2025*, 2025, <https://stat.gov.pl/en/topics/economic-activities-finances/activity-of-enterprises-activity-of-companies/registrations-and-bankruptcies-of-enterprises-in-the-third-quarter-of-2025,21,28.html> (dostęp: 18.01.2026).

26 B. Jankowski, *Insolvency and restructuring: Poland summary 2024*, 2025, <https://www.ggi.com/news/debt-collection-&-insolvency/insolvency-and-restructuring-poland-summary-2024> (dostęp: 15.01.2026).

27 E. Siemińska, *Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2003, s. 12.

przedsiębiorstwa, posiadane przez przedsiębiorstwo zasoby ekonomiczne, zdolność do generowania zysku i zdolność do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

W celu rozwiązania problemów terminologicznych dotyczących określenia stanu, w jakim znajduje się przedsiębiorstwo, E.I. Altman oraz E. Hotchkiss przedstawiają szereg kategorii problemów ekonomicznych dotyczących organizacji. Autorzy wyodrębniają: niewydolność (*failure*), niewypłacalność (*insolvency*), zaprzestanie obsługi zobowiązań (*default*) i upadłość (*bankruptcy*)<sup>28</sup>.

Niewydolność postrzegana jest przez pryzmat rentowności przedsiębiorstwa. Jej występowanie oznacza, że stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału jest zdecydowanie niższa niż przy innych porównywalnych inwestycjach, uwzględniając przy tym stopę ryzyka. Zgodnie ze stanowiskiem autorów przy identyfikacji stanu niewydolności stosować można inne kryteria, do których należą brak pokrycia kosztów przychodami lub stopa zwrotu z inwestycji niższa niż koszt kapitału. Podmiot gospodarczy może być niewydolny przez wiele lat, o ile nie ma żadnych przeterminowanych, egzekwowalnych prawem zobowiązań.

W literaturze wyróżnia się również niewydolność prawną (mogącą zachodzić bez orzeczenia sądu), która oznacza, że przedsiębiorstwo nie jest już w stanie realizować zobowiązań wobec swoich wierzycieli<sup>29</sup>. Kolejną, bardziej precyzyjną kategorią określającą złą sytuację finansową przedsiębiorstwa jest niewypłacalność. Altman i Hotchkiss wyróżniają niewypłacalność techniczną, niewypłacalność w sensie upadłości oraz pogłębiającą się niewypłacalność. Do niewypłacalności technicznej dochodzi w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nie ma możliwości spłaty bieżących zobowiązań, co przekłada się na brak płynności finansowej. Stan ten może być przejściowy, lecz często prowadzi do upadłości. Z kolei niewypłacalność w sensie upadłości jest stanem zdecydowanie poważniejszym, utrzymującym się przez dłuższy okres. Oznacza, że łączne zobowiązania (krótko- i długoterminowe) są większe niż wartość majątku przedsiębiorstwa<sup>30</sup>.

28 E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 18.

29 *Ibidem*.

30 Przedstawiony pogląd jest zbieżny z rozwiązaniami prawnymi funkcjonującymi w Polsce. Zgodnie z ustawą z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 614) za niewypłacalny podmiot (kwalifikujący się do wszczęcia postępowania

Ponadto obok dwóch wyżej wspomnianych kategorii niewypłacalności wskazywana jest również pogłębiającą się niewypłacalność. Dotyczy ona przedsiębiorstw, które kwalifikują się do upadłości, utrzymywane są „przy życiu” bezcelowo i ze szkodą dla wierzycieli<sup>31</sup>. Do wyżej wymienionych rodzajów niewypłacalności E.F. Brigham i L.C. Gapenski dodają jeszcze niewypłacalność ekonomiczną. Definiowana jest ona jako sytuacja, w której przychody przedsiębiorstwa nie są w stanie pokryć kosztów jego funkcjonowania razem z kosztem kapitału własnego<sup>32</sup>. Podejście to wydaje się obiektywne i łatwo mierzalne. W sensie finansowym niewypłacalność ekonomiczna oznacza bowiem, że wynik operacyjny (*EBIT*) nie pokrywa średnioważonego kosztu kapitału (*WACC*), co z kolei implikuje występowanie ujemnej ekonomicznej wartości dodanej *EVA*<sup>33</sup>. Przedsiębiorstwo jest w stanie funkcjonować w tych warunkach do chwili, gdy dostawcy kapitału własnego będą w stanie zaakceptować niższe dochody i spadek rynkowej wartości przedsiębiorstwa<sup>34</sup>.

Obok zaburzeń finansowych i bankructw przedsiębiorstw niewypłacalność stanowi bogaty dorobek w literaturze przedmiotu, gdzie dostrzec można wiele niespójności w zakresie stosowania oraz rozumienia tego pojęcia. Jednym z powodów jest fakt dychotomicznego ujęcia niewypłacalności, tj. ekonomicznego i prawnego. Biorąc pod uwagę aspekt ekonomiczny, S. Mazurek dokonał zestawienia definicji niewypłacalności (również wypłacalności), uwzględniając wymiar czasowy<sup>35</sup>:

---

upadłościowego) uznany może być taki, który nie reguluje swoich zobowiązań przez okres przynajmniej trzech miesięcy, lub taki, który charakteryzuje się ujemną wartością kapitału własnego (wartość zobowiązań i rezerw na zobowiązania przekracza wartość aktywów).

31 E.I. Altman, E. Hotchkiss, *Trudności finansowe...*, s. 19.

32 E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, za T. Maślanką, *Płynność finansowa determinantą zdolności kontynuacji działalności przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019, s. 76.

33 Ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added – EVA*) to różnica między dochodem uzyskiwanym przez właściciela a dochodem przez niego oczekiwanym.

34 G. Łukasik, *Metody ograniczania negatywnych konsekwencji kryzysu finansowego z uwzględnieniem oczekiwań interesariuszy*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2011, nr 77, s. 102–118, za: T. Maślanką, *Płynność finansowa...*, s. 76.

35 S. Mazurek, *Niewypłacalność w literaturze ekonomicznej i prawniczej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 520, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2008, nr 14, s. 311–324.

- 1) długoterminowy wymiar majątkowy i finansowy;
- 2) krótkoterminowy wymiar majątkowy i finansowy;
- 3) aspekty krótkoterminowe i długoterminowe.

W odniesieniu do pierwszego wymiaru B. Prusak wskazuje definicję niewypłacalności, która jest związana z sytuacją majątkowo-kapitałową, tzn. z nadwyżką zobowiązań wobec wartości rynkowej aktywów. Pojęcie to należy odróżniać od płynności finansowej<sup>36</sup>.

Niewypłacalność przedsiębiorstwa występuje wówczas, gdy wartość rynkowa jego majątku nie wystarcza na spłatę zobowiązań, natomiast brak płynności pojawia się w przypadku, gdy przedsiębiorstwo nie jest w stanie terminowo regulować zobowiązań<sup>37</sup>. Oznacza to, że przedsiębiorstwo może charakteryzować się jednocześnie wypłacalnością i brakiem płynności oraz występowaniem stanu niewypłacalności przy zachowaniu płynności. Podobnie do niewypłacalności odnosi się M. Sierpińska<sup>38</sup>. Na brak możliwości spłaty zobowiązań posiadany majątkiem wskazuje A. Łodziana<sup>39</sup>. Z kolei J. Czekaj i Z. Dresler podkreślają kwestię skutków niewypłacalności, wskazując, że niewypłacalność może mieć przejściowy charakter i prowadzić do ogłoszenia bankructwa przedsiębiorstwa<sup>40</sup>. Strukturalna niewypłacalność, powstała w wyniku nieefektywnego gospodarowania, w nieuchronny sposób prowadzi do upadłości. Podobnie A. Hołda wskazuje na skutek niewypłacalności w postaci upadłości, podkreślając podstawowy obowiązek kierownictwa przedsiębiorstwa do jej ogłoszenia<sup>41</sup>. Z kolei akcentując krótkoterminowy wymiar majątkowy i finansowy niewypłacalności, pojęcie to sprowadza się do braku zdolności do regulowania zobowiązań przy

36 T. Korol, B. Prusak, *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2005, s. 15–16.

37 J. Franc-Dąbrowska, M. Porada-Rochoń, *Minimalizacja ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstw – propozycja rozwiązania modelowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia. Sectio H” 2017, vol. LI(6), s. 137–149.

38 M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 7.

39 A. Łodziana, *Rachunkowość w jednostkach zagrożonych upadłością*, „Rachunkowość” 2003, nr 1, s. 25.

40 J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 21.

41 A. Hołda, *Wartość godziwa a proces i przesłanki upadłości przedsiębiorstw*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2012, nr 126, s. 75.

wykorzystaniu posiadanych lub dających się szybko upłynnić środków<sup>42</sup>. Ponadto m.in. D. Wędzki<sup>43</sup> i D. Kiziukiewicz<sup>44</sup> zwracają uwagę na istotę definiowania pojęcia *niewypłacalność* zarówno w aspekcie krótko-, jak i długoterminowym.

Ponadto w swojej pracy T. Maślanka przedstawił obszerny przegląd literatury i różnych podejść do terminu *niewypłacalność*. Autor zwraca uwagę na fakt, że w literaturze pojęcie niewypłacalności często utożsamiane jest z płynnością finansową, co jest zbyt daleko idącym uproszczeniem<sup>45</sup>. Z kolei M. Dobija jest zdania, że problem braku płynności i niewypłacalności przedsiębiorstwa różni od siebie horyzont czasowy. Zdaniem autora płynność finansowa rozpatrywana jest krótkookresowo i wiąże się z działalnością operacyjną przedsiębiorstwa. Wypłacalność z kolei związana jest z długim horyzontem czasowym i dotyczy działalności w obszarze inwestycji i zobowiązań długoterminowych<sup>46</sup>. Podobnego zdania są M. Sierpińska i T. Jachna, którzy definiują wypłacalność jako długoterminową płynność finansową, czyli zdolność do zaspokojenia wszystkich wierzycieli posiadany majątkiem. Utrzymanie płynności finansowej w długim okresie, a więc wypłacalności, jest konieczne do utrzymania płynności bieżącej rozpatrywanej krótkookresowo<sup>47</sup>. Z kolei E. Śnieżek dodaje, że wypłacalność przedsiębiorstwa ma wpływ na generowanie w przyszłości przepływów pieniężnych, zaznaczając, że podstawowym źródłem nadwyżki pieniężnej – obok amortyzacji – jest zysk<sup>48</sup>. W kontekście uwarunkowań prawnych ustawy – Prawo upadłościowe art. 11 ust. 170 jasno precyzuje, że „[d]łużnik jest niewypłacalny, jeżeli utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych

42 D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000, s. 28; W. Gos, *Przepływy pieniężne w systemie rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001, s. 33.

43 D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna – Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Kraków 2003, s. 33.

44 T. Kiziukiewicz, *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1995.

45 T. Maślanka, *Płynność finansowa...*, s. 76.

46 M. Dobija, *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, za T. Maślanką, *Płynność finansowa...*, s. 75.

47 M. Sierpińska, T. Jacha, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, za: T. Maślanką, *Płynność finansowa...*, s. 75.

48 E. Śnieżek, *Jak czytać cash flow*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 68.

zobowiązań pieniężnych”. Dodatkowo art. 11 ust. 1a ustawy dopełnia, iż „[d]omniemywa się, że dłużnik utracił zdolność do wykonywania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych, jeżeli opóźnienie w wykonaniu zobowiązań pieniężnych przekracza trzy miesiące”. Ponadto, zgodnie z art. 11 ust. 2 ustawy – Prawo upadłościowe, „dłużnik będący osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, jest niewypłacalny także wtedy, gdy jego zobowiązania pieniężne przekraczają wartość jego majątku, a stan ten utrzymuje się przez okres przekraczający dwadzieścia cztery miesiące.” Nawiązując do powyższych informacji, niewypłacalność może być rozumiana w dwojaki sposób:

- 1) jako brak zdolności do terminowego regulowania zobowiązań pieniężnych; ustawodawca w precyzyjny sposób określa, na jak długi okres opóźnień płatniczych może pozwolić sobie przedsiębiorstwo, zanim zostanie uznane za niewypłacalne; ujęty w ustawie trzymiesięczny okres pozwala spojrzeć na niewypłacalność na poziomie operacyjnym; podejście dotyczy braku płynności finansowej podmiotu i wpisuje się w koncepcje utożsamiające wypłacalność z płynnością finansową;
- 2) jako niewypłacalność w długim horyzoncie czasowym, czyli utrzymujący się stale, przez dłuższy okres (dwóch lat) stan, w którym niemożliwe jest pokrycie zobowiązań majątkiem przedsiębiorstwa; w świetle polskiego ustawodawstwa traktuje się więc odmiennie pojęcia *niewypłacalność* i *upadłość*; w aktach prawnych nie występuje termin *bankructwo*, który bardzo często pojawia się w literaturze przedmiotu; w wielu pracach autorzy utożsamiają pojęcia bankructwa oraz upadłości bądź w ogóle pomijają bankructwo stanowiące fazę rozwoju sytuacji kryzysowej; to błędne postępowanie, ponieważ terminy te nie są ze sobą tożsame; bankructwo to pojęcie z zakresu przede wszystkim ekonomii, podczas gdy upadłość jest terminem prawnym<sup>49</sup>; stan niewypłacalności przedstawiany jest jako bezpośrednio poprzedzający upadłość przedsiębiorstwa.

Charakterystykę różnic i wspólnych sfer znaczeniowych pojęć *bankructwo* i *upadłość* przedstawia w swojej pracy P. Antonowicz. Charakterystyka ta zaprezentowana została w tabeli 1. Wymiar ekonomiczny bankructwa w ścisłe

49 K. Boratyńska, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług” 2009, nr 39, s. 451.

określonych przypadkach może skutkować pojawieniem się upadłości w sensie prawnym.

**Tabela 1.** Charakterystyka różnic oraz wspólnych obszarów znaczeniowych pojęć *bankructwo* i *upadłość* przedsiębiorstwa

| Termin                     | Kontekst   | Obszar analizy   | Cechy  |
|----------------------------|--|------------------|--|
| Bankructwo                 | Ekonomiczne bankructwo poprzedzające fazę sądowego dochodzenia wiarytelności                     | Ekonomia         | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Utrata płynności finansowej eskalująca w kierunku trwałej niezdolności obsługi zadłużenia</li> <li>– Etap poprzedzający składanie wniosku upadłościowego – ugodowe, pozasądowe formy porozumienia stron</li> </ul>  |
| Bankructwo $\neq$ upadłość | Bankructwo, którego nie można nazwać upadłością  | Ekonomia i prawo | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Brak zdolności upadłościowej bankruta na podstawie przepisów prawa upadłościowego i naprawczego</li> <li>– Pomimo ekonomicznego bankructwa dłużnika wierzyciele nie mają wsparcia w instytucji upadłości</li> </ul> |
| Bankructwo = upadłość      | Ekonomiczne bankructwo, które na mocy orzeczenia sądu gospodarczego stało się również upadłością | Ekonomia i prawo | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Orzeczenie sądu gospodarczego o upadłości bankruta, który stał się dłużnikiem niewypłacalnym – zatory płatnicze implikujące definicję bankruta doprowadziły ostatecznie do jego sądowej upadłości</li> </ul>        |
| Bankructwo $\neq$ upadłość | Sądowa upadłość, która nie jest wynikiem standardowego ciągu rozwoju sytuacji kryzysowej         | Ekonomia i prawo | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Sądowe orzeczenie o upadłości podmiotu, który jednak nie zbankrutował</li> <li>– Upadłość niezawiniona, będąca konsekwencją np. oszustwa lub przestępstwa gospodarczego, spirali upadłościowej</li> </ul>           |

Źródło: P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 103.

Jak wynika z tabeli 1, problemy finansowe przedsiębiorstwa skutkujące jego niewypłacalnością mogą być widocznym mechanizmem rozpoczynającym jego potencjalne ekonomiczne bankructwo, w następstwie którego może dojść do upadłości przedsiębiorstwa. Taką właśnie gradacją pojęć przyjmują również

m.in. A. Adamska, P. Antonowicz, W. Nowara i K. Szarzec<sup>50</sup>. Z ekonomicznego punktu widzenia bankructwo jest stanem, w jakim znajduje się przedsiębiorstwo tuż przed fazą sądowego dochodzenia praw majątkowych przez wierzycieli. Charakteryzuje się brakiem płynności finansowej, mogącej przybrać formę niewypłacalności. Samo w sobie bankructwo nie musi prowadzić do upadłości przedsiębiorstwa. O niewypłacalności mówimy w momencie, w którym sąd gospodarczy wyda stosowne orzeczenie, na mocy obowiązującego prawa, w świetle którego wystąpił w przedsiębiorstwie stan niewypłacalności. Bankructwo rozumiane jako stan finansowy przedsiębiorstwa poprzedzający postępowanie upadłościowe nie znajduje się w obszarze zainteresowania prawa.

Ciekawy pogląd przedstawia E. Mączyńska, która twierdzi, że bankructwo może być utożsamiane z upadłością wyłącznie, gdy mowa jest o upadłości zawnionej, czyli takiej, która wynika między innymi z oszustwa ze strony kontrahenta bądź z przestępstw gospodarczych, a nie z nieskutecznego zarządzania podmiotem gospodarczym<sup>51</sup>. Autorka zwraca również uwagę, że tego typu rozróżnienie jest konieczne ze względu na surowość kar stosowanych w systemie prawnym. Upadłość niezawniona (niebędąca bankructwem) nie podlega więc karze – w przeciwieństwie do upadłości utożsamianej z bankructwem, która jest karana. Należy również zwrócić uwagę na to, że potencjalne kary dotyczące bankrutów są stopniowalne w zależności od ich umyślności – najsurowiej karana jest upadłość umyślna wynikająca z chęci zysku<sup>52</sup>. W swojej pracy P. Antonowicz przedstawił interesujący schemat ukazujący kolejne etapy rozwoju sytuacji kryzysowej w przedsiębiorstwie z uwzględnieniem w niej bankructwa oraz niewypłacalności (rys. 1). Przedsiębiorstwo traci zdolność do regulowania

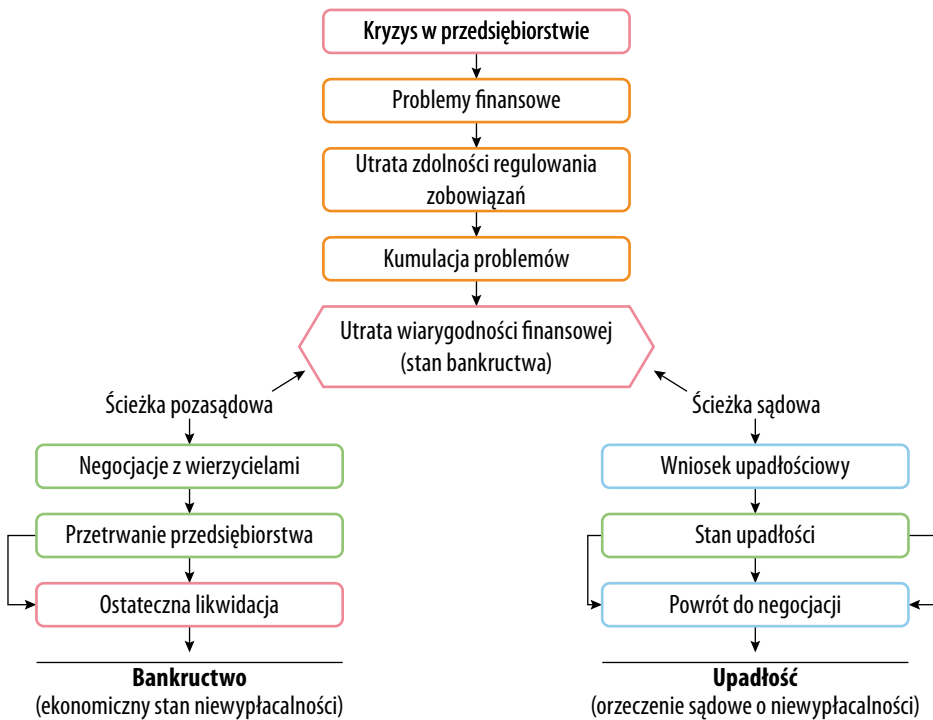
---

50 A. Adamska, *Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 1, s. 51; P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 103; W. Nowara, K. Szarzec, *Skutki procesów upadłościowych i układowych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2002*, [w:] A. Manikowski, A. Psyk (red.), *Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004, s. 393–399.

51 E. Mączyńska, *Ocena ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, za P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 99.

52 E. Mączyńska, *Ocena ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, s. 58, za P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 100.

swoich zobowiązań, co może być związane np. z problemami z egzekwowaniem własnych należności wobec innych podmiotów. Postępujące problemy płatnicze osiągną w końcu kumulację, która prowadzi do utraty przez przedsiębiorstwo wiarygodności finansowej. Problemy finansowe mogą zostać rozwiązane dwojako. Po pierwsze, za pomocą procedur pozasądowych (np. wydłużenia przez wierzycieli terminów zapłaty), które mogą skutkować przetrwaniem przedsiębiorstwa (w scenariuszu pozytywnym) lub jego ostateczną likwidacją (w scenariuszu negatywnym). Drugą możliwością jest wystąpienie przez wierzycieli z wnioskiem upadłościowym, który – jeżeli zostanie zatwierdzony przez sąd – postawi przedsiębiorstwo w stan upadłości. Jednak w sytuacji, gdy sąd takiego wniosku nie zatwierdzi, znów konieczne będzie podjęcie działań pozasądowych<sup>53</sup>.



**Rysunek 1.** Schemat upadłości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015, s. 110.

53 P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw...*, s. 96.

W nawiązaniu do rysunku 1 stan bankructwa w przedsiębiorstwie ma miejsce w momencie pojawienia się problemów finansowych związanych z uprzednio powstałym kryzysem. Przedsiębiorstwo traci zdolność do regulowania swoich zobowiązań, co może być związane np. z problemami z egzekwowaniem własnych należności wobec innych podmiotów.

Podsumowując powyższe rozważania, można zgodzić się z opinią A. Hermana, który jednoznacznie wskazuje na ekonomiczny charakter terminu *bankructwo*, w przeciwieństwie do pojęcia *upadłość*, które odwołuje się do sytuacji prawnej, w jakiej znalazło się przedsiębiorstwo<sup>54</sup>. W literaturze przedmiotu poruszającej kwestie bankructwa przedsiębiorstw często można spotkać się z szeroką klasyfikacją źródeł bankructwa, czynników je powodujących oraz ich symptomów. Z racji tego, że bankructwo jest wynikiem rozwijającej się w przedsiębiorstwie sytuacji kryzysowej, można stwierdzić, że czynniki determinujące je są identyczne z tymi, które prowadzą do powstania sytuacji kryzysowej. Takie pojęcia jak *upadłość* i *bankructwo* wynikają z niewypłacalności podmiotu gospodarczego. Różnica między niewypłacalnością, bankructwem i upadłością dotyczy uwzględnienia aspektów finansowych, psychologicznych i prawnych<sup>55</sup>. Aspekt finansowy dotyczy trwałej utraty zdolności płatniczej i niedoboru majątkowego. Decyzja sądu ogłaszającego upadłość przedsiębiorcy, który nie spełnia swoich zobowiązań o charakterze pieniężnym lub niepieniężnym, stanowi czynnik formalnoprawny. Z kolei aspekt psychologiczny to świadomość dłużnika bądź wierzyciela dotycząca wystąpienia ekonomicznych i prawnych przesłanek do ogłoszenia upadłości i podjęcia decyzji o wszczęciu postępowania<sup>56</sup>.

Utrata zdolności do regulowania zobowiązań związana jest z aspektem finansowym i stanowi o niewypłacalności podmiotu. Bankructwo w swej definicji zawiera natomiast czynnik finansowy i psychologiczny. Brakuje zaspokojenia wierzycieli, którzy występują do sądu o prawne ogłoszenie bankructwa. Najszerzej rozumianym pojęciem jest *upadłość*, identyfikowana na trzech płaszczyznach: finansowej, prawnej i psychologicznej. Upadłość rozumiana jest jako

54 A. Herman, *Ekonomika bankructw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 4.

55 E. Mioduchowska-Jaroszewicz, M. Szczepkowska, *Pozytywne i negatywne skutki upadłości*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2016, nr 43(1), s. 68.

56 D. Czajka, *Przedsiębiorstwo w kryzysie. Upadłość lub układ*, Wydawnictwo Zrzeszenia Prawników Polskich, Warszawa 1999, s. 540.

świadomość dłużnika bądź wierzyciela dotycząca wystąpienia ekonomicznych i prawnych przesłanek ogłoszenia upadłości i podjęcia decyzji o wszczęciu postępowania likwidacyjnego (zasada impulsu procesowego)<sup>57</sup>.

Konkludując, w gospodarce rynkowej nigdy nie ma pewności co to tego, że przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą odniesie sukces. Rynek reguluje, które przedsiębiorstwa są w stanie kontynuować działalność, a które niestety muszą zaprzestać jej prowadzenia i upaść. Zjawisko upadłości przedsiębiorstw jest naturalnym regulatorem gospodarki rynkowej, a poprzez element selekcji mało efektywne i mało odporne na konkurencję rynkową podmioty są eliminowane z rynku. Proces bankructwa i upadłości jest procesem oczyszczania rynku z przedsiębiorstw, które nie potrafią sprostać wymogom rynku gospodarczego<sup>58</sup>.

### 1.3. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce w świetle analizy literatury

W podrozdziale tym podjęta została problematyka przyczyn upadłości przedsiębiorstw w Polsce, opierając się na przeglądzie literatury przedmiotu. Upadłość, jako kulminacja kryzysu finansowego, wynika z wieloczynnikowych interakcji między elementami wewnętrznymi firmy, takimi jak błędy zarządcze, niska rentowność czy nadmierne zadłużenie, oraz czynnikami zewnętrznymi, w tym niestabilnością makroekonomiczną, presją konkurencyjną czy szokami zewnętrznymi, jak pandemia COVID-19 czy inflacja. Badania wskazują, że w gospodarkach transformacyjnych, takich jak gospodarkach polska, te przyczyny nabierają szczególnie znaczenia, a restrukturyzacja systemowa i integracja z rynkami unijnymi nasilają ryzyko dla podmiotów o słabej adaptacyjności. Literatura podkreśla również rolę predyktorów, takich jak ujemne przepływy

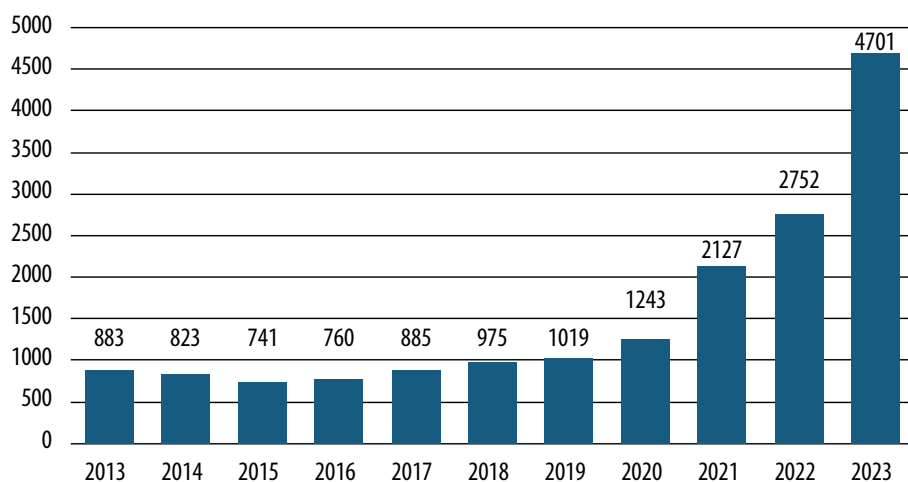
---

57 E. Mioduchowska-Jaroszewicz, *Metody i kierunki wypłacalności przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005, s. 24.

58 K. Bauer, *Zarządzanie informacjami w procesie upadłościowo-naprawczym przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2009, s. 7.

pieniężne czy cykliczność branżowa, co pozwala na wczesną identyfikację zagrożeń i wdrożenie działań naprawczych, takich jak restrukturyzacja pozasądowa.

Analiza literatury dowodzi, że w Polsce liczba upadłości przedsiębiorstw wykazuje fluktuację, z tendencją wzrostową w ostatnich latach, co odzwierciedla wpływ czynników makroekonomicznych, takich jak rosnące koszty energii i pracy. Na przykład w 2023 roku odnotowano około 394 upadłości, w 2024 ich liczba wzrosła do 436, a w 2025 roku utrzymała się na poziomie 426, choć dane kwartalne wskazują na lekką stabilizację (np. 312 upadłości do września 2025 r.). Te trendy, analizowane w kontekście literatury, podkreślają potrzebę głębszego zrozumienia przyczyn, by minimalizować skutki dla gospodarki – jak ilustrują dane statystyczne przedstawione na wykresie 1.



**Wykres 1.** Liczba przedsiębiorstw upadłych ogółem – postanowienia sądów rejonowych na koniec 2023 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie postanowień sądów rejonowych oraz obwieszczeń Krajowego Rejestru Zadłużonych w Polsce za lata 2013–2023.

Nawiązując do zaprezentowanych danych na wykresie 1, liczba przedsiębiorstw upadłych sukcesywnie wzrastała – począwszy od 2014 roku z liczbą 823 upadłości, aż do końca 2023 roku z liczbą aż 4701 przypadków upadłości. Niepewność, która nie jest obca współczesnym przedsiębiorstwom, wprowadza wiele niewiadomych do ich działalności, co przekłada się na zmienność uzyskiwanych wyników, w tym na wzrost ryzyka utraty płynności finansowej. W praktyce można

zaobserwować, że wraz z pogarszającymi się warunkami gospodarczymi rośnie liczba upadających przedsiębiorstw, których główną przyczyną są problemy z utrzymaniem płynności finansowej<sup>59</sup>. Współczesne przedsiębiorstwa nie koncentrują się dzisiaj wyłącznie na zysku i rentowności, dla większości z nich równie ważną kategorią jest płynność finansowa. Przedsiębiorstwa upadają zwykle nie z powodu braku zysku, lecz utraty zdolności płatniczej.

Rozważania ukierunkowane na zrozumienie przyczyn upadłości podmiotów gospodarczych należy rozpocząć od wymiaru najszerszego. Makroekonomiczny nurt analizy procesów upadłościowych zainicjowany został przez E.I. Altmana – pierwsze prace amerykańskiego pioniera tej tematyki pochodzą jeszcze z lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku. Autor ten wskazał na następujące makroekonomiczne przyczyny bankructw<sup>60</sup>:

- 1) dynamikę wzrostu gospodarczego, kondycję rynku kredytowego i pieniężnego;
- 2) aktywność na rynku papierów wartościowych;
- 3) różne charakterystyki populacji przedsiębiorstw.

Literatura bogata jest w przykłady zagrożeń prowadzących do upadłości przedsiębiorstwa. Najczęściej występuje podział na czynniki:

- 1) endogeniczne (powstające wewnątrz przedsiębiorstwa i kontrolowane przez kierownictwo)<sup>61</sup>;
- 2) egzogeniczne (powstające poza przedsiębiorstwem – czynniki makroekonomiczne lub prawne przyczyniają się do upadku podmiotu)<sup>62</sup>;
- 3) finansowe/operacyjne;
- 4) ilościowe/jakościowe;
- 5) regulowane przez jednostkę/będące poza jej możliwością interwencji.

59 A. Kuciński, *Utrzymanie płynności finansowej w przedsiębiorstwie jako warunek kontynuacji jego działalności na przykładzie Zakładów Mięsnych Henryk Kania S.A.*, „Journal of Finance and Financial Law” 2021, vol. 1(29), s. 79.

60 E.I. Altman, *Why businesses fail*, „Journal of Business Strategy” 1983, vol. 3(4), s. 15–21.

61 A. Hołda, *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*, „Seria Specjalna” nr 174, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006, s. 26.

62 W. Koziół, W. Zych, *Application of the Management Factor and Labor Productivity Index to Assess the Enterprise's Bankruptcy Risk*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2019, t. 44, nr 4, s. 132–140.

W swoich badaniach J. Krajewski, A. Tokarski i M. Matuszak podzielili czynniki zewnętrzne (makroekonomiczne) na trzy grupy. Ich charakterystykę przedstawia tabela 2.

**Tabela 2.** Podział czynników makroekonomicznych w ujęciu różnych autorów

| Nazwy czynników   | Charakterystyka czynników  |
|---|--|
| Warunki gospodarki krajowej   | Stopa wzrostu i tempo zmian PKB, stopa inflacji, stopa bezrobocia, poziom akumulacji, sytuacja w handlu zagranicznym |
| Poziom polityki pieniężnej i finansowej kraju                       | Dostępność i koszty kredytów, sytuacja na rynku papierów wartościowych   |
| Przepisy prawne regulujące działalność gospodarczą i ich stabilność |  |

Źródło: J. Krajewski, A. Tokarski, M. Tokarski, *Wpływ czynników makroekonomicznych na skalę i dynamikę upadłości przedsiębiorstw w gospodarce polskiej i w województwie kujawsko-pomorskim*, „Studia i Prace. Kolegium Zarządzania i Finansów” 2019, z. 172, s. 79.

Do zewnętrznych czynników oddziałujących na upadłość podmiotów zaliczono również sytuację globalną przejawiającą się w polityce handlowej, sytuację polityczną i gospodarczą innych państw oraz stosunki międzynarodowe czy klęski żywiołowe. Niepewne uwarunkowania gospodarcze mogą mieć znaczący wpływ na spadek kondycji całych sektorów gospodarki oraz sytuacji finansowej poszczególnych przedsiębiorstw<sup>63</sup>.

Z badań przeprowadzonych przez J. Sicińskiego wynika, że na upadek przedsiębiorstw spośród czynników zewnętrznych statystycznie największy wpływ mają wydatki konsumpcyjne na dobra i usługi oraz kurs walutowy<sup>64</sup>. Zdaniem A. Hołdy zagrożenia wewnętrzne mają większy wpływ na funkcjonowanie oraz ryzyko upadłości podmiotów gospodarczych niż warunki zewnętrzne, są łatwiej wykrywalne i pozostawiają zarządzającym możliwości przeciwdziałania<sup>65</sup>.

63 B. Pawełek, M. Baryła, J. Pocięcha, *Study of the Classification Accuracy Measures for Predicting Corporate Bankruptcy Taking Into Account Changes in the Economic Environment*, „Argumenta Oeconomica” 2020, nr 1(44), s. 15.

64 J. Siciński, *Macroeconomic Determinants of Corporate Failures in Poland*, „Współczesna Gospodarka” 2019, vol. 10(2), s. 19.

65 A. Hołda, *Zasada kontynuacji działalności...*, s. 26.

Do przykładowych czynników należą nieefektywne zarządzanie jednostką, błędne informacje księgowe, brak kontroli budżetów przedsiębiorstwa czy błędna analiza sprawozdań finansowych.

Z kolei badania przeprowadzone przez A. Hołdę i K. Strojny wykazały, iż najczęstszymi przyczynami upadku przedsiębiorstwa są: brak płynności prowadzący do niewypłacalności, brak kontroli, błędne zarządzanie oraz wzrost zobowiązań. Szczegółowa klasyfikacja czynników z podziałem na podmioty została przedstawiona w tabeli 3.

**Tabela 3.** Klasyfikacja determinant składanych wniosków o upadłość z podziałem na wybrane podmioty

| Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii przedstawicieli jednostek | Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii tymczasowych nadzorców sądowych | Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii dokumentacji sądowej  |
|--|--|--|
| Brak płynności finansowej  | Przeinwestowanie   | Spadek popytu  |
| Spadek przychodów ze sprzedaży   | Brak płynności/kontroli  | Nieumiejętne zarządzanie   |
| Wzrost zobowiązań przeterminowanych  | Błędne zarządzanie   | Wzrost zobowiązań przeterminowanych  |
| Kryzys ekonomiczny/finansowy w kraju/na świecie                                | Konflikty wewnętrzne   | Brak płynności/kontroli  |
| Zła współpraca z kontrahentem  | Zatory płatnicze   | Silna konkurencja  |
| Błędne lub niekorzystne decyzje administracyjne/kontrolne/wyroki sądowe        | Brak reakcji zarządzających na problemy jednostki                                    | Kryzys gospodarczy   |
| Bezskuteczna egzekucja lub złe zarządzanie należnościami                       | Spadek popytu  | Błędna strategia, bezskuteczna egzekucja lub złe zarządzanie należnościami |
| Spadek popytu/przeinwestowanie/wzrost konkurencji/zły serwis reklamacji        | Nieprawidłowe zarządzanie majątkiem lub zapasami przedsiębiorstwa                    | Przeinwestowanie   |
| Konflikty wewnętrzne, egzekucje komornicze lub bankowe                         | Celowe działania zarządu/egzekucje komornicze lub bankowe                            | Nieprawidłowe zarządzanie majątkiem lub zapasami przedsiębiorstwa          |

| Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii przedstawicieli jednostek | Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii tymczasowych nadzorców sądowych | Determinanty składanych wniosków o upadłość w opinii dokumentacji sądowej |
|--|--|---|
| Generowanie strat  | Kryzys   | Zaniechanie innowacji produkcji   |

Źródło: A. Tokarski, M. Tokarski, *Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w XXI w.*, „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2019, vol. 15, s. 251; A. Hołda, K. Strojny, *Determinanty upadłości przedsiębiorców w Polsce – systematyka i badanie komparatywne opinii kadry zarządzającej i syndyków*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2019, t. 101, nr 157, s. 11.

Analizując informacje zawarte w tabeli 3, można zauważyć prawdziwość stwierdzenia A. Hołdy o większym wpływie przyczyn wewnętrznych jednostki względem zewnętrznych determinant upadłości przedsiębiorstw.

Czynniki determinujące przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce przedstawione zostały w tabeli 4.

**Tabela 4.** Przykładowe czynniki determinujące upadłość jednostki

| Autor/autorzy                    | Czynniki endogeniczne   | Czynniki egzogeniczne   |
|----------------------------------|---|---|
| E. Mączyńska, M. Zawadzki (2000) | Zbyt mały rozmiar działalności, zła lokalizacja przedsiębiorstwa, niskie kwalifikacje kadry, brak odpowiednich technologii, niska jakość sprzedawanych produktów                  | Spadek tempa wzrostu gospodarczego, zmiany struktury popytu, globalizacja gospodarki, zanik nieefektywnej wymiany międzynarodowej, globalizacja rynków  |
| B. Prusak (2001)                 | Brak kapitału, brak kwalifikacji, brak umiejętności zarządzania u kadry menadżerskiej, zła kondycja ekonomiczna, brak planów finansowych  | Wysokie stopy procentowe, wzrost konkurencji, recesja, upadłość innych przedsiębiorstw, problemy rodzinne   |
| M. Szczerbak (2007)              | Słabość zarządzania, brak kontroli finansowej, zachowawcza polityka finansowa, brak dostępu do taniej siły roboczej, brak innowacji   | Spadek popytu na wyroby przedsiębiorstwa, rozwój sieci hipermarketów, wyższe wymagania konsumentów, wahania kursów walut, zła regulacja na rynku pracy  |
| E. Mączyńska (2013)              | Błędy w zarządzaniu, brak stosowania systemów wczesnego ostrzegania, brak skutecznej analizy ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, niska jakość kontroli, słaby system nadzoru | Zmiany paradygmatu cywilizacyjnego, cykliczność i wahania koniunktury, niestabilność warunków funkcjonowania, dysfunkcje związane z egzekwowaniem i wprowadzaniem prawa, prowadzona polityka monetarna i fiskalna państwa |

| Autor/autorzy        | Czynniki endogeniczne  | Czynniki egzogeniczne   |
|----------------------|--|---|
| W. Rogowski (2015)   | Nieumiejętne zarządzanie, problemy wspólnika, kontrahenta, przeinwestowanie, utrata kluczowego odbiorcy, wypowiedzenie umów przez banki  | Spadek popytu, silna konkurencja, kryzys gospodarczy, wahania kursów walut  |
| P. Kopczyński (2016) | Zła polityka finansowa prowadząca do wysokiego poziomu zadłużenia, utrata rynków zbytu, brak jednoznacznie sformułowanej strategii przedsiębiorstwa, zbyt wysokie zadłużenie, niedostateczna kontrola finansowa zawieranych kontraktów | Wahania popytu i podaży na niektóre wyroby i usługi, ostra konkurencja ze strony innych przedsiębiorstw, kryzys polityczno-gospodarczy w świecie i w regionie, niekontrolowany import towarów z zagranicy, inflacja |

Źródło: E. Mączyńska, *Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny statystyczny i rzeczywisty*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2013, nr 1, s. 7–35; E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Modelowe i prognostyczne aspekty pomiaru zmian w sytuacji przedsiębiorstw w restrukturyzacji – analiza dyskryminacyjna*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 2000; B. Prusak, *Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw*, [w:] F. Bławat (red.), *Gospodarka Polski w okresie transformacji*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001, s. 143–158; P. Kopczyński, *Metody prognozowania upadłości wykorzystywane w praktyce przez polskie przedsiębiorstwa – wyniki badań ankietowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2016, nr 89(145), s. 95–132; M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw i uwarunkowania organizacyjne restrukturyzacji upadłościowej*, [w:] B. Prusak (red.), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, 2007, s. 37–53; W. Rogowski, *Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorców – ujęcie empiryczne*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa” 2015, nr 144, s. 161–196.

Upadłość przedsiębiorstwa jest częścią mechanizmu rynkowego – samoregulacyjnego. Upadłość jest czymś złym z punktu widzenia przedsiębiorstwa, natomiast z punktu widzenia całego rynku jest warunkiem jego rozwoju<sup>66</sup>. Dlatego coraz częściej upadłość jest oceniana pozytywnie, stanowi bowiem motywację do szybkiego przemieszczania się środków w celu ich lepszego wykorzystania i zapobieżenia w ten sposób likwidacji działalności<sup>67</sup>. Wraz z postępem i rozwojem gospodarczym przyczyny upadłości spółek ulegają ciągłej ewolucji. Powody i przyczyny eksponowane we wczesnym okresie transformacji różnią

66 W. Szymański, *Globalizacja a proces kreacji i destrukcji przedsiębiorstw*, [w:] K. Kuciński, E. Mączyńska (red.), *Zagrożenie upadłością*, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej”, t. XCIII, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 17.

67 S. Gurgul, *Prawo upadłościowe i naprawcze. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 4.

się od przyczyn pojawiających się w ostatnich latach. Powodem tej sytuacji jest zmiana warunków, w jakich funkcjonują przedsiębiorstwa.

Na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych B. Prusak podaje następującą kolejność pogrupowanych przyczyn upadłości<sup>68</sup>:

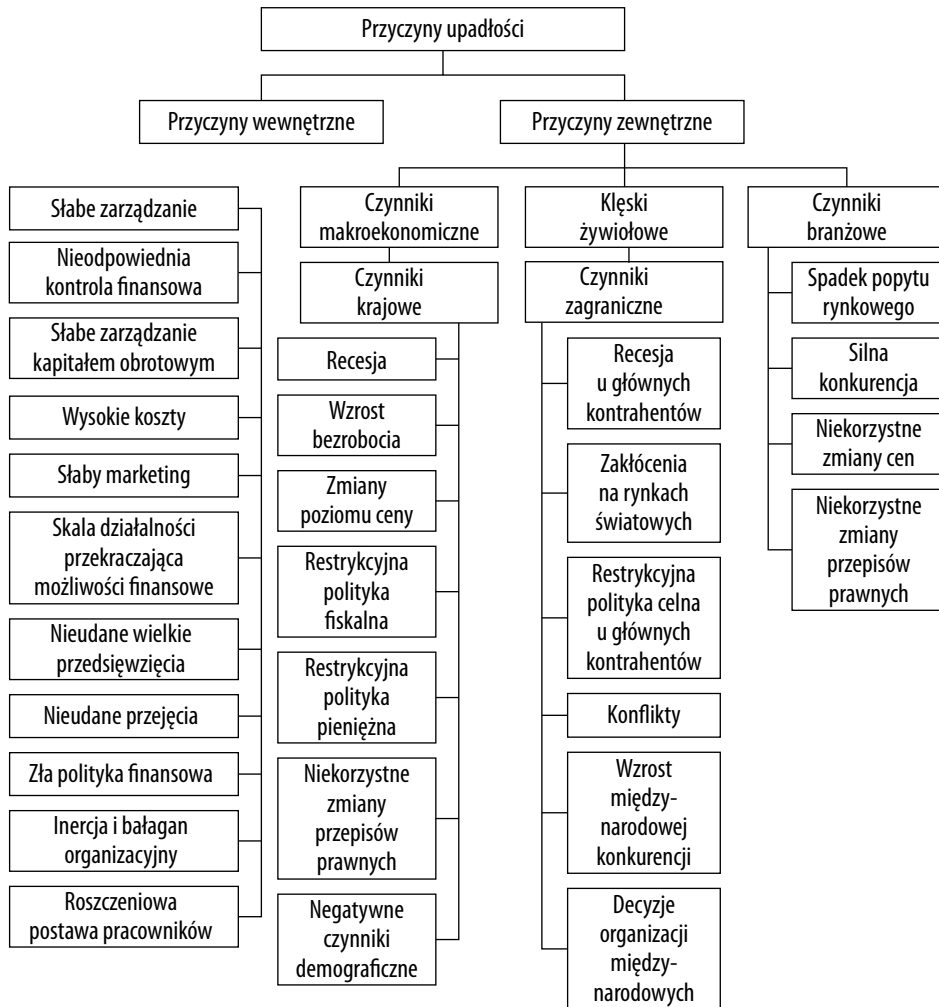
- 1) wewnętrzne, związane ze sferą operacyjną (1311 wskazań);
- 2) zewnętrzne, o charakterze mikroekonomicznym (891 wskazań);
- 3) zewnętrzne, o charakterze makroekonomicznym (612 wskazań);
- 4) wewnętrzne, związane ze sferą wewnątrzorganizacyjną (464 wskazania);
- 5) wewnętrzne, związane z nadzorem właścicielskim (158 wskazań);
- 6) tragiczne zdarzenia losowe (58 wskazań);
- 7) celowa upadłość lub upadłość symulowana;
- 8) wewnętrzne, związane ze sferą finansową (563 wskazania).

Podobny podział przyczyn upadłości wprowadza L. Dorozik, uznając przy tym, że występują tylko dwa rodzaje przyczyn – egzogeniczne (zewnętrzne, niezależne od przedsiębiorstwa, w tym czynniki makroekonomiczne, czynniki branżowe i klęski żywiołowe) i endogeniczne (wewnętrzne, zależne od przedsiębiorstwa, począwszy od słabego zarządzania, po wysokie koszty, złą politykę finansową, aż po roszczeniową postawę pracowników)<sup>69</sup> (porównaj rysunek 2).

---

68 B. Prusak, *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 32.

69 L. Dorozik, *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, za R. Kowalak, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Wydawnictwo ODDK, Gdańsk 2008, s. 33.



**Rysunek 2.** Przyczyny upadłości przedsiębiorstw

Źródło: L. Dorozik, *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.

Należy podkreślić, że upadłość przedsiębiorstwa nie jest zdarzeniem nieprzewidywalnym. Upadłości nie można rozpatrywać wyłącznie w kategorii zdarzenia, lecz bardziej należy traktować ją jako proces o charakterze przyczynowo-skutkowym. Upadłość, jeżeli nie jest rezultatem celowego działania przestępczego człowieka, stanowi wynik walki rynkowej między podmiotami, które funkcjonują w jednej branży, lub błędnych decyzji zarządu.

Bankructwa i upadłości podmiotów gospodarczych stanowią nieodłączny element działalności biznesowej, będąc przy tym swoistym narzędziem oczyszczania gospodarki.

Współczesne publikacje naukowe wyczerpująco podejmują tematykę przyczyn oraz konsekwencji bankructw i upadłości. Pomimo istnienia wielu badań i opracowań poświęconych poznaniu natury tych skutków, dostrzegalny jest jednak brak ogólnej syntetyki i uporządkowania tego obszaru. W odniesieniu do przyczyn, determinant bankructw i upadłości podmiotów gospodarczych należy podkreślić, że katalog czynników pozostaje otwarty, chociażby z uwagi na indywidualny splot zdarzeń i sytuacji każdego badanego podmiotu. Problematyka ta wymaga zachowania podejścia holistycznego, a nawet interdyscyplinarnego.



## 2. Zarządzanie ryzykiem finansowym w przedsiębiorstwach zagrożonych upadłością

---

### 2.1. Ryzyko finansowe w przedsiębiorstwie – podstawowe zagadnienia

Funkcjonowanie podmiotów gospodarczych jest trwale związana z niepewnością, która jest źródłem wielu rodzajów ryzyka. Ryzyko, będące elementem procesu gospodarczego, wynika z ograniczonej liczby dostępnych czynników wytwórczych: surowców, materiałów, energii, kapitału finansowego, wiarygodnej informacji oraz innych zasobów materialnych i niematerialnych<sup>70</sup>. Większość przedsiębiorców napotyka w swojej działalności czynniki, które zwiększają ogólny poziom ryzyka. Dotyczy to wszystkich sfer działalności gospodarczej, w tym produkcji, handlu i szeroko pojętych usług (m.in. finansowych, ubezpieczeniowych, konsultingowych, informatycznych itd.).

W literaturze przedmiotu nie występuje jedna, spójna i powszechnie wykorzystywana definicji ryzyka. W *Słowniku języka polskiego PWN* ryzyko oznacza „możliwość, prawdopodobieństwo, że coś się nie uda, przedsięwzięcie, którego wynik jest nieznany, niepewny, problematyczny. Jest to sytuacja, gdy szkodliwy czynnik ryzyka może się pojawić, ale nie jest w pełni znany oraz przewidywalny”<sup>71</sup>. Znaczący wkład w opracowanie definicji ryzyka mieli francuski matematyk

---

<sup>70</sup> N. Iwaszczuk, *Ryzyko w działalności gospodarczej: definicje, klasyfikacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2021, s. 21.

<sup>71</sup> *Słownik języka polskiego PWN*, hasło: *ryzyko*, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/ryzyko;2518509.html> (dostęp: 1.12.2025).

B. Pascal<sup>72</sup> oraz szwajcarski matematyk D. Bernoulli<sup>73</sup>. Pascal, zajmując się problemem gier hazardowych (tzw. *balla*), opracował w 1654 r. część podstaw teorii prawdopodobieństwa<sup>74</sup>. Natomiast D. Bernoulli w artykule pt. *Speciment Theoriae Novae de Mensura Sortis*<sup>75</sup> z 1738 r. zaprezentował koncepcję teorii użyteczności, gdzie stwierdził, iż konsekwencja jest wynikiem indywidualnego postrzegania ryzyka. Według autora posiadanie bogactwa jest odwrotnie proporcjonalna do ilości posiadanych dóbr. Następnie teoria użyteczności stała się podstawą prawa popytu i podaży.

Zdaniem B. Biedy odmiennosc w definiowaniu ryzyka wynika z jego rozpowszechnienia w różnych dyscyplinach naukowych, w polityce i w języku potocznym<sup>76</sup>. Ryzyko jest stanem świata, a niepewność jest stanem umysłu<sup>77</sup>. Zdaniem F. Knighta warunki ryzyka istnieją, jeżeli każde działanie prowadzi do jednego wyniku z pewnego określonego zbioru wyników, przy czym znane jest prawdopodobieństwo zajścia każdego z nich<sup>78</sup>.

Jak wskazuje O. Lange, ryzyko to niepewność przewidywania zdarzeń z przyszłości, która wynika z braku pełnych i dokładnych danych statystycznych, służących do prognozowania przyszłości<sup>79</sup>. Z kolei B. Minc definiuje ryzyko jako możliwość powstania odchylenia od zamierzonych efektów, przy czym odchylenia podlegają prawu wielkich liczb, a więc mogą być przewidywalne za pomocą rachunku prawdopodobieństwa<sup>80</sup>. Zdaniem M. Iwanicz-Drozdowskiej zdarze-

72 T. Bayes, *An Essay towards solving a Problem in the Doctrine of Chances*. By the late Rev. Mr. Bayes, communicated by Mr. Price, in a letter to John Canton, M.A. and F.R. S., 1763, <https://bayes.wustl.edu/Manual/an.essay.pdf> (dostęp: 10.01.2026).

73 D. Bernoulli, *Speciment Theoriae Novae de Mensura Sortis* [*Exposition of a New Theory on the Measurement at Risk*], „*Econometrica*” 1954, vol. 22(1), s. 22.

74 D. David, *Games, Gods, and Gambling*, Hafner Publishing, New York 1963.

75 D. Bernoulli, *Speciment Theoriae...*, s. 22.

76 B. Bieda, *Stochastic Analysis in Production Process and Ecology under Uncertainty*, Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg 2012.

77 J. Pfeffer, *Insurance and Economic Theory*, Irvin Inc., Homewood 1956.

78 F. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Schaffner & Marx, Boston 1921, <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html> (dostęp: 7.12.2025).

79 W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 12.

80 B. Minc, *Współczesna ekonomia polityczna. Założenia – aksjomaty – twierdzenia*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1982, s. 20.

nia, które mają wpływ na funkcjonowanie organizacji, są z obszaru niepewności, a dopiero wystąpienie straty jest ryzykiem<sup>81</sup>.

Zgodnie ze stanowiskiem M. Wiatra ryzyko to wymierna niepewność osiągnięcia celu lub prawdopodobieństwo pojawienia się sytuacji, której skutki mają negatywny wpływ na organizację<sup>82</sup>. Natomiast B. Stępień uważa, że ryzyko polega na możliwości poniesienia przez podmiot gospodarczy szkody majątkowej, tj. utracie (zniszczeniu lub uszkodzeniu) poszczególnych składników rzeczowych lub efektów (korzyści) finansowych, praw majątkowych, wreszcie majątku jako całości, a także pojawienia się nowego dlań (lub zwiększenia już istniejącego) ciężaru ekonomicznego albo wystąpienia szkody osobowej na skutek zrealizowania się przyszłego zdarzenia losowego<sup>83</sup>.

Zdaniem M. Górskiego ryzyko to obiektywny miernik subiektywnego stanu niepewności, stosowany w przypadkach, gdy<sup>84</sup>:

- 1) wynik, który ma zostać osiągnięty w przyszłości, nie jest znany, lecz możliwe jest określenie przyszłych sytuacji;
- 2) prawdopodobieństwo wystąpienia szczególnych sytuacji w przyszłości jest możliwe do określenia.

Pośród wielu definicji ryzyka można wskazać na dwie wspólne cechy, tj.:

- 1) możliwości określenia prawdopodobieństwa zaistnienia jako nawiązanie do teorii prawdopodobieństwa F. Knighta – ryzyko następuje wówczas, gdy wynik działania lub decyzji może być określony za pomocą jednego z trzech rodzajów prawdopodobieństwa: matematycznego, statystycznego bądź szacunkowego; z kolei gdy do określenia wyniku działania lub decyzji nie można wykorzystać żadnego rodzaju prawdopodobieństwa, wówczas mamy do czynienia z niepewnością;

81 M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 126.

82 M.S. Wiatr, *Istota i podstawowe rodzaje ryzyka kredytowego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Zeszyt Naukowy” 2007, nr 79, s. 45.

83 B. Stępień (red.), *Transakcje handlu zagranicznego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004, s. 246.

84 M. Górski, *Rynkowy system finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 221.

2) możliwości oszacowania ewentualnych strat jako nawiązanie do teorii zarządzania ryzykiem, która skupia się na możliwości poniesienia strat lub braku uzyskania założonego wyniku, będącego skutkiem podjętych decyzji i działań – definicja ryzyka oparta na zagrożeniach i szansach oraz słabych i silnych stronach organizacji powinna obejmować również kwestię wiarygodności i zaufania; zbyt duże zaufanie i związane z tym niedostateczne środki kontroli lub nieregularne ich stosowanie mogą sugerować brak zaangażowania lub profesjonalizmu i tym samym obniżyć wiarygodność organizacji, z kolei nadmierna nieufność może prowadzić do zwiększenia nakładów na środki kontrolne, co pociąga za sobą spadek lojalności pracowników, a nawet próby działania na szkodę organizacji, takie jak wyciek informacji czy defraudacja<sup>85</sup>.

Ryzykiem można zarządzać, w związku z tym proces ten stanowi ważne ogniwo zintegrowanego zarządzania finansami przedsiębiorstwa i obejmuje m.in. określenie obszarów ryzyka, jego identyfikację, ocenę i sterowanie nim oraz kontrolę nad adekwatnością i efektywnością wykorzystywanych środków, łącznie z odpowiednią sprawozdawczością<sup>86</sup>. W literaturze można spotkać wiele rodzajów ryzyka związanego z prowadzoną działalnością przedsiębiorstwa i zagrażającego jego kontynuacji. Najczęściej spotyka się podział ryzyka na systematyczne (zewnętrzne), które w dużym stopniu jest niezależne od przedsiębiorstwa, i niesystematyczne (wewnętrzne), na które wpływ ma zarząd jednostki gospodarczej.

W rachunkowości powszechnie stosowany jest natomiast podział na<sup>87</sup>:

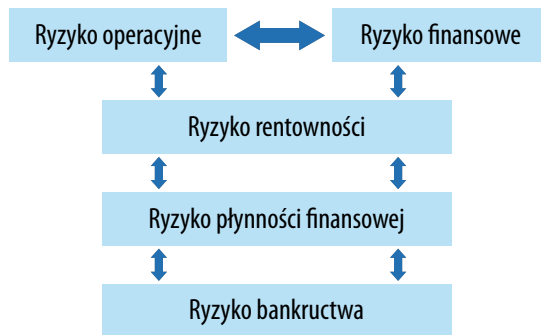
- 1) ryzyko operacyjne, będące odzwierciedleniem aktualnej sytuacji rynkowej oraz poziomu wykorzystania zdolności produkcyjnych i zależne m.in. od efektywności zarządzania aktywami przedsiębiorstwa oraz
- 2) ryzyko finansowe związane ze strukturą kapitałów firmy, determinującą stabilność źródeł finansowania i ich koszt, co wpływa istotnie na rentowność i płynność finansową przedsiębiorstwa.

85 N. Iwaszczuk, *Ryzyko w działalności...*, s. 15.

86 W. Skoczylas, *Sprawozdawczość finansowa jako podstawa dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami – klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 137–150.

87 J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka działalności przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*, „Financial Sciences” 2011, vol. 3(8), s. 60–76.

W kontekście ryzyka bankructwa przedsiębiorstwa można mówić o ogólnym ryzyku prowadzonej działalności. Kategorie ryzyka odnoszące się do działalności przedsiębiorstw, poddawane najczęściej ocenie w badaniach i analizach finansowych dostępnych w literaturze zostały przedstawione na rysunku 3. Istotny podział dotyczy ryzyka operacyjnego i ryzyka finansowego oraz ich oddziaływania na pozostałe ryzyka: rentowności, następnie ryzyka płynności i ryzyka bankructwa.



**Rysunek 3.** Podstawowe rodzaje ryzyka w analizie finansowej działalności przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury.

W typowych sytuacjach kryzysowych kumulacja różnych skutków ryzyka operacyjnego i finansowego prowadzi do stopniowego pogarszania się rentowności przedsiębiorstwa, czyli zdolności do generowania zysku<sup>88</sup>. Skutkiem pogarszającego się wskaźnika rentowności przedsiębiorstwa są problemy z terminową spłatą zobowiązań (płynnością finansową), co często (lecz nie zawsze) stwarza realne zagrożenie dla prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa.

Do pełnej analizy zjawiska ryzyka niezbędne wydaje się określenie jego części składowych. Można wyróżnić następujące elementy ryzyka<sup>89</sup>:

88 W literaturze podkreśla się, że rentowność jest jedynie warunkiem długoterminowej wypłacalności przedsiębiorstwa, natomiast często spotykany jest brak związku pomiędzy rentownością i płynnością finansową w krótkim okresie. Jednak w wielu przedsiębiorstwach, szczególnie o krótkim cyklu rotacji aktywów obrotowych, gwałtowny spadek rentowności prowadzi bardzo szybko do utraty zdolności płatniczej – K. Stępień, *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008, s. 45.

89 M. Wierzińska, *Ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 1996, s. 15.

- 1) przedmiot ryzyka – mogą nim być wartości materialne (środki produkcji i transportu) i niematerialne (zaufanie klientów do firmy), jak również ludzie, a nawet warunki, w jakich egzystują;
- 2) wszelkie siły sprawcze, które mogą spowodować wystąpienie strat – siły sprawcze można podzielić na naturalne (trzęsienia ziemi, powodzie, epidemie), spowodowane przez ludzi (kradzież, wandalizm, niedbalstwo) i ekonomiczne, które są związane z takimi zjawiskami, jak recesja, inflacja, przemiany w poziomie technologicznym, zmiany gustów konsumentów itp.;
- 3) potencjalny wpływ strat i szkód na sytuację finansową przedsiębiorstwa.  
Jak uważa C.L. Pritchard, do określenia charakteru ryzyka niezbędne jest zdefiniowanie jego trzech podstawowych składników, takich jak<sup>90</sup>:

- 1) zdarzenie – rozumiane jako opis okoliczności towarzyszących chwili, w której występuje ryzyko;
- 2) prawdopodobieństwo – określane na podstawie danych statystycznych charakterystycznych dla opisu okoliczności;
- 3) dotkliwość – czyli skutki wystąpienia zdarzenia, określane za pomocą rachunku prawdopodobieństwa jako stopień uciążliwości efektów danego zdarzenia.  
Konkludując, należy stwierdzić, że ryzyko może być różnie definiowane w zależności od obszaru sytuacji decyzyjnej i sposobu jego analizy<sup>91</sup>:

- 1) w teorii podejmowania decyzji występujące ryzyko jest postrzegane jako niepewność przyszłości w odniesieniu do przyczyn;
- 2) w teorii zarządzania ryzyko oznacza możliwość nieosiągnięcia celu;
- 3) w teorii badań naukowych i rozwoju zwykle ryzyko traktowane jest jako hazard, który odzwierciedla naukową niepewność i efekt opóźnienia przejawiania się skutków działania.

W ocenie ryzyka przedsiębiorstwa wykorzystywane są różnorodne źródła informacji, zarówno generowane wewnątrz podmiotu, jak i te pochodzące z jego dalszego otoczenia. Najbardziej szczegółową bazą danych do analizy ryzyka dysponują zarządy przedsiębiorstw, wykorzystujące do tego celu informacje pochodzące z syntetycznej i analitycznej ewidencji księgowej, jak również

---

90 C.L. Pritchard, *Zarządzanie ryzykiem w projektach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2001, s. 8.

91 B. Borys, *Ryzyko ekologiczne w działalności banku*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000, s. 44.

różnorodne dane pozaewidencyjne dotyczące wewnętrznych i zewnętrznych uwarunkowań prowadzonej działalności gospodarczej<sup>92</sup>. W trudniejszej sytuacji znajdują się chociażby kontrahenci, banki i instytucje finansujące, potencjalni inwestorzy, czyli podmioty funkcjonujące w otoczeniu przedsiębiorstwa. Na podstawie okresowych sprawozdań finansowych oceniają oni bieżącą i przyszłą sytuację finansową przedsiębiorstwa oraz kalkulacje ryzyka w przypadku nawiązania współpracy gospodarczej bądź inwestycji kapitałowej. Obligatoryjna sprawozdawczość stanowi często jedyne wiarygodne źródło informacji finansowych o przedsiębiorstwie. Zgodnie z ustawą z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości<sup>93</sup> podstawowe sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa obejmuje bilans, rachunek zysków i strat oraz informację dodatkową, w skład której wchodzi wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe noty i objaśnienia. Szczegółowe informacje na temat poruszanych zagadnień znajdują się w kolejnym podrozdziale.

Dodatkowo spółki akcyjne oraz jednostki o dużym znaczeniu w środowisku gospodarczym (tj. poza spółkami – jednostki znaczące dla gospodarki narodowej, instytucje finansowe, jednostki zainteresowania publicznego), których sprawozdania finansowe podlegają badaniu i ogłaszaniu, sporządzają rachunek przepływów pieniężnych oraz zestawienie zmian w kapitale własnym. Kolejnym elementem sprawozdania niektórych podmiotów gospodarczych (spółek kapitałowych, przedsiębiorstw państwowych, spółdzielni) jest sprawozdanie z działalności jednostki, które zawiera informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej podmiotu, m.in. wskazanie czynników ryzyka i opis zagrożeń dotyczących jego funkcjonowania.

---

92 J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka...*, s. 62.

93 Dz.U. z 2023 r., poz. 120 ze zm.

## 2.2. Podstawowe źródła informacji o ryzyku wynikającym z sytuacji finansowej przedsiębiorstwa

W ocenie ryzyka jednostek gospodarczych wykorzystywane są różnorodne źródła informacji, zarówno te generowane wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i te pochodzące z otoczenia. Najbardziej szczegółową bazą danych finansowych służącą analizie ryzyka dysponują zarządy przedsiębiorstw. W tym celu wykorzystywane są informacje pochodzące z syntetycznej i analitycznej ewidencji księgowej, jak również dane pozaewidencyjne, dotyczące prowadzonej działalności gospodarczej. W trudniejszej sytuacji znajdują się z kolei podmioty znajdujące się w otoczeniu przedsiębiorstw, np. kontrahenci, potencjalni inwestorzy (akcjonariusze, udziałowcy) czy banki i instytucje finansujące. Na podstawie okresowych sprawozdań finansowych oceniają oni bieżącą i przyszłą sytuację finansową podmiotu oraz wynikające z niej ryzyko, przy założeniu i chęci nawiązania współpracy bądź zaangażowania kapitału. Dla tych podmiotów obowiązkowa sprawozdawczość stanowi często jedyne wiarygodne źródło syntetycznych informacji o firmie<sup>94</sup>.

Sprawozdanie finansowe jest dokumentem, który obrazuje sytuację przedsiębiorstwa z perspektywy pieniężnej, a zawarte w nim informacje dotyczą stanu posiadania (wraz z jego źródłami pozyskania) oraz wyniku działalności<sup>95</sup>.

W skład obowiązkowego sprawozdania finansowego wchodzi<sup>96</sup>: bilans, rachunek zysków i strat, informacja dodatkowa. Bilans jednostki to zestawienie majątku (aktywów) i źródeł jego finansowania<sup>97</sup>. Jego rola jako źródłowego dokumentu wykorzystywanego na poczet budowy systemów wczesnego ostrzeżenia jest nieoceniona, gdyż informacje majątkowo-kapitałowe stanowią integralny element wielu wskaźników finansowych kluczowych do celów klasyfikacji.

---

94 J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka...*, s. 62.

95 M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 48.

96 Ustawa o rachunkowości.

97 C. Bywalec, *Ekonomika i finanse gospodarstw domowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 34.

Przykładem są chociażby mierniki płynności finansowej, które w całości oparte są na informacjach raportowanych w bilansie jednostki<sup>98</sup>. Równie ważna jest rola rachunku zysków i strat, a dokument ten prezentuje wyniki podmiotu (wartość kosztów, przychodów i różnice między nimi) w różnych segmentach działalności<sup>99</sup>. Z kolei informacje zawarte w rachunku wyników pozwalają na obliczenie wskaźników sprawności (inaczej aktywności) oraz rentowności podmiotów gospodarczych. W systemach wczesnego ostrzegania wskaźniki te stanowią nierzadko kluczowy predyktor klasyfikujący sytuację badanej jednostki. Kolejnym, trzecim i obligatoryjnym elementem sprawozdania finansowego jest informacja dodatkowa. W jej skład wchodzi następujące raporty<sup>100</sup>: wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia. Z uwagi na brak istotnego zakresu danych liczbowych, które mogą posłużyć za bezpośredni ładunek informacyjny dla przyszłej funkcji klasyfikacyjnej, informacja dodatkowa jest często deprecjonowana przez mniej doświadczonych analityków. Takie działanie należy uznać za błędne, gdyż informacja jakościowa (pozafinansowa) zawarta w tej części sprawozdania, w postaci m.in. zasad i reguł wyceny majątku, może okazać się jednak kluczowa dla zachowania porównywalności i wyjaśnienia niejednoznacznych kwestii w innych częściach sprawozdania<sup>101</sup>.

Koniecznością, a często i podkreślaną obawą w wykorzystaniu informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym jest ich wiarygodność. Raportowanie i obowiązek sprawozdawczy powinny być wypełniane zgodnie z zasadami przedstawionymi w tabeli 5.

**Tabela 5.** Zasady raportowania danych w sprawozdawczości finansowej

| Zasada       | Charakterystyka  |
|--------------|--|
| Zrozumiałość | Sprawozdania powinny być tworzone tak, aby wszyscy interesariusze (o minimalnym pożądanym zasobie wiedzy) mogli zrozumieć ich treść i przekaz. |

98 W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004, s. 12.

99 T. Kiziukiewicz, *Sprawozdawczość i informacje finansowe dla menedżera: poradnik praktyczny*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1993, s. 15.

100 Ustawa o rachunkowości.

101 J. Siciński, *System wczesnego ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości na przykładzie branży transportowej*, Centrum Myśli Strategicznych, Sopot 2021, s. 98.

| Zasada         | Charakterystyka  |
|----------------|--|
| Przydatność    | Poprzez przydatność rozumieć należy zdarzenie, kiedy ujawnienie informacji oddziaływać będzie na decyzję użytkownika.                              |
| Istotność      | Zasada jest spełniona, gdy informacja nie jest nadto rozbudowana i skupia się na aspektach najważniejszych.  |
| Wiarygodność   | Ujawnione informacje powinny być wolne od zniekształceń i błędów o charakterze bezstronnym i kompletnym.   |
| Neutralność    | Informacje zawarte w sprawozdaniu nie mogą wpływać wprost na podejmowanie ukierunkowanych decyzji.   |
| Ostrożność     | Reguła ta determinuje wykorzystanie racjonalnego pesymizmu, tak aby majątek nie wykazał znamion zawyżenia, a długi nie wykazały znamion zaniżenia. |
| Kompletność    | Obowiązek ujawniania dotyczy wszystkich informacji i zdarzeń, jakie określa ustawa.  |
| Porównywalność | Porównywalność danych zawartych w raportach stanowi fundament analiz finansowych i umożliwia realizację działań benchmarkingowych.                 |

Źródło: W. Gabrusiewicz, M. Remlein, *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 22.

W ocenie ryzyka działalności gospodarczej największą wartość poznawczą spośród elementów sprawozdania finansowego ma bilans, prezentujący aktywa przedsiębiorstwa i źródła ich finansowania (pasywa) na określony moment, tj. dzień bilansowy. Bilans odzwierciedla skutki wszelkich zdarzeń gospodarczych, które mają miejsce w okresie sprawozdawczym. Ponadto jest powiązany z:

- 1) rachunkiem przepływów pieniężnych, gdyż prezentuje zawartą w nim zmianę stanu środków pieniężnych oraz
- 2) rachunkiem zysków i strat, przez wykazanie w pasywach wyniku finansowego netto jednostki jako składnika kapitałów własnych.

Bilans ma charakter statyczny. Ujęcie w nim wartości na początek i na koniec okresu sprawozdawczego, a także możliwość porównania danych z różnych lat pozwalają na ocenę sytuacji finansowej jednostki i towarzyszącego jej ryzyka również w ujęciu dynamicznym<sup>102</sup>. Klasyczna analiza bilansu obejmuje trzy podstawowe etapy, w ramach których można ocenić ryzyko związane z działalnością przedsiębiorstwa. Mowa tutaj o:

102J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka...*, s. 63.

- 1) analizie dynamiki i struktury aktywów, ze szczególnym uwzględnieniem oceny efektywności gospodarowania majątkiem, jego elastyczności i płynności oraz ryzyka operacyjnego towarzyszącego prowadzonej działalności gospodarczej;
- 2) analizie struktury kapitałów z punktu widzenia kosztów ich pozyskania (efektywności finansowej) oraz ryzyka finansowego;
- 3) analizie relacji kapitałowo-majątkowych, mających wpływ na wypłacalność (równowagę dochodową) i płynność finansową jednostki gospodarczej.

Identyfikując ryzyko w aktywach jednostki gospodarczej, istotna jest ocena efektywności gospodarowania majątkiem i jego struktury. Do syntetycznej oceny efektywności gospodarowania aktywami przedsiębiorstwa można wykorzystać m.in. wzorcowy układ nierówności o następującym wzorze:

$$\Delta Z < \Delta A < \Delta S < \Delta W,$$

gdzie:

$\Delta Z$  – dynamika zatrudnienia,

$\Delta A$  – dynamika aktywów,

$\Delta S$  – dynamika przychodów ze sprzedaży,

$\Delta W$  – dynamika wyniku finansowego.

Brak zachowania właściwych relacji pomiędzy zmianami aktywów a efektami działalności podmiotów gospodarczych obserwowany w trakcie porównania danych bilansowych w kolejnych okresach sprawozdawczych wskazuje na spadek produktywności i rentowności. Co więcej, stanowi sygnał o zbliżających się trudnościach finansowych przedsiębiorstwa.

Zazwyczaj kryzysy w działalności przedsiębiorstw rozpoczynają od spadku ich aktywności gospodarczej. Spadek może przejawiać się chociażby w ograniczeniu skali prowadzonej działalności na skutek zmniejszania się rynków zbytu. Poziom ryzyka operacyjnego, który wynika ze spadku przychodów, w dużym stopniu zależny jest od struktury zaangażowanego majątku przedsiębiorstwa. Udział w długoterminowych aktywach finansowych podmiotu również stanowi ważną informację o ryzyku wynikającym ze struktury jego majątku. Konsekwencją powstałych kryzysów na rynkach finansowych była znaczna utrata wartości składników majątku przedsiębiorstw. Daje to podstawy i potwierdza

konieczność szczególnej analizy ryzyka w tym obszarze. Poza danymi zawartymi w bilansie czy informacji dodatkowej w ocenie ryzyka przedsiębiorstwa istotne znaczenie mają również relacje wewnętrzne w ramach aktywów obrotowych<sup>103</sup>. Wysoki udział składników przedsiębiorstwa o ograniczonej możliwości zamiany na gotówkę (np. zapasów czy należności o długich terminach spłaty) może stwarzać trudności w regulowaniu bieżących zobowiązań. Ponadto wartym uwagi sygnałem o zbliżających się trudnościach finansowych podmiotu może być np. przekroczenie standardowych wskaźników długu lub wielkości typowych dla branży bądź przedsiębiorstw o podobnym profilu działalności, a także znaczne obniżenie wyniku finansowego netto, wykazywanego jako składnik kapitałów własnych w pasywach bilansu<sup>104</sup>.

W identyfikacji ryzyka działalności przedsiębiorstwa szczególną przydatność ma analiza powiązań kapitałowo-majątkowych w bilansie. Kluczem jest złota zasada finansowa, której idea opiera się na stwierdzeniu, że kapitał nie może być krócej związany z danym składnikiem majątku, niż wynosi okres pozostawiania tego kapitału w przedsiębiorstwie<sup>105</sup>. Ocena podstawowych wskaźników finansowych przedsiębiorstwa na etapie analizy poziomej bilansu również zalicza się do metod identyfikacji ryzyka utraty płynności finansowej. Wskaźniki informują o możliwości pokrycia zobowiązań bieżących aktywami obrotowymi o różnym stopniu płynności. W zależności od zakresu aktywów obrotowych są to:

- 1) wskaźniki płynności bieżącej (*current ratio*) – uwzględniają całość aktywów bieżących;
- 2) wskaźniki płynności szybkiej (*quick ratio*) – uwzględniają aktywa obrotowe pomniejszone o zapasy i rozliczenia międzyokresowe;

---

103 Informacje odnoszące się do struktury aktywów obrotowych zawarte są w tabeli bilansu, a te dotyczące struktury inwestycji krótkoterminowych z uwzględnieniem terminów ich zbycia można odczytać z dodatkowych not i objaśnień do bilansu.

104 W Polsce przez dłuższy czas dominował pogląd, że pozytywna ocena struktury finansowej przedsiębiorstwa ma miejsce wówczas, gdy kapitał własny finansuje co najmniej 50% majątku. Obecnie, po przejściu do gospodarki rynkowej, za bezpieczny uważa się udział zadłużenia wynoszący od 57 do 67%, co odpowiada udziałowi kapitału własnego w granicach 33–43% – E. Nowak, *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 222–223.

105 W. Skoczylas (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009, s.179.

3) wskaźniki płynności gotówkowej (*cash ratio*) – uwzględniają środki pieniężne i inne aktywa pieniężne o możliwości szybkiej zamiany na gotówkę.

Wskaźniki te analizuje się w ujęciu statycznym i dynamicznym, porównując je z wielkościami standardowymi (optymalnymi) i w czasie, przy czym znaczne odchylenia wskaźników rzeczywistych od optymalnych sygnalizują potencjalne trudności w spłacie zobowiązań krótkoterminowych<sup>106</sup>. W dużym stopniu omawiane wskaźniki zależą od specyfiki i rodzaju prowadzonej działalności, następnie od pozycji rynkowej oraz możliwości pozyskania nowych, alternatywnych źródeł finansowania w przypadku pojawienia się trudności finansowych. Przestrzeganie zasad bilansowych i równowagi pomiędzy kapitałem pracującym a zapotrzebowaniem na ten kapitał zmniejsza ryzyko utraty płynności finansowej.

Z kolei angażowanie znacznych kapitałów stałych (własnych i obcych długoterminowych), charakteryzujących się relatywnie wysokim kosztem pozyskania, najczęściej może ograniczać rentowność podmiotu. Z praktyki gospodarczej wynika, iż pomiędzy rentownością a płynnością finansową w krótkim okresie zachodzi zależność odwrotnie proporcjonalna. Utrzymanie płynności finansowej wymaga ponoszenia dużych kosztów, np. wysokiego oprocentowania kredytów bankowych, znacznie obniżających zyski przedsiębiorstw. W związku z powyższym zarządy niektórych jednostek gospodarczych, dążąc do wzrostu rentowności oraz poprawy swojej pozycji konkurencyjnej, ograniczają koszty utrzymania płynności finansowej.

Szczegółowych informacji dotyczących wyników finansowych przedsiębiorstw dostarcza także sprawozdanie finansowe, określane mianem rachunku zysków i strat (inaczej: sprawozdania z dochodów całkowitych). Dane finansowe

---

<sup>106</sup>G. Michalski, *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 195–196. W literaturze bardzo często podawane są wielkości optymalne (normatywne) pierwszych dwóch relacji. Optymalny wskaźnik bieżącej płynności powinien kształtować się w granicach 1,2–2,0, a wskaźnik szybkiej płynności powinien oscylować wokół wielkości 1,0–1,3. Przyjmowanie za podstawę oceny płynności finansowej wskaźników normatywnych jest jednak często poddawane krytyce, przy czym niektórzy autorzy podają praktyczne przykłady funkcjonowania firm w warunkach znacznych odchyżeń wskaźników od wielkości standardowych – T. Dudycz, S. Wrzosek, *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 57–61; G. Michalski, *Wartość płynności...*, s. 166–167.

prezentowane są w ujęciu drabinkowym – jako przychody, koszty i wyniki z różnych rodzajów działalności przedsiębiorstwa:

- 1) podstawowej działalności operacyjnej,
- 2) pozostałej działalności operacyjnej,
- 3) działalności finansowej,
- 4) działalności nadzwyczajnej.

W rachunku uwzględnione są także obowiązkowe obciążenia wyniku finansowego (głównie podatek dochodowy od osób prawnych), a efektem jest wynik finansowy netto (zysk lub strata)<sup>107</sup>. Zmniejszenie wyniku netto podmiotu bądź poniesienie straty netto już stanowi podstawową informacją o rosnącym ryzyku działalności przedsiębiorstwa. Ze szczególną sytuacją mamy jednak do czynienia wtedy, gdy przyczyną takiego stanu rzeczy jest pogorszenie wyniku ze sprzedaży przedsiębiorstwa, a więc generowanego w podstawowej działalności operacyjnej. Powodem takich spadków często jest zmniejszenie przychodów, co oddziałuje na negatywny efekt dźwigni połączonej (operacyjnej i finansowej), szczególnie odczuwalny w przedsiębiorstwach o dużym udziale kosztów stałych w kosztach całkowitych i o wysokim zadłużeniu. Należy zauważyć, że symptomem pogarszającej się sytuacji przedsiębiorstwa może być w określonych sytuacjach nie tylko zmniejszenie wyniku finansowego, ale także jego wzrost na skutek decydującego oddziaływania czynników o charakterze ekstensywnym<sup>108</sup>. Dane bilansów i rachunków zysków i strat pozwalają na ustalenie tego wpływu za pomocą jednej z metod analizy przyczynowej – przykładowo: kolejnych podstawień. Przyrost zysku może być skutkiem zaangażowania zasobów (np. zatrudnienia, aktywów czy poniesionych kosztów pracy), a nie pożądanego wzrostu efektywności gospodarowania (zwiększenia produktywności aktywów, produktywności kosztów pracy). Indykatorami zmian rentowności są chociażby: wskaźniki rentowności sprzedaży, majątku i kapitałów własnych, a w przypadku spółek giełdowych wskaźniki zyskowności akcji. Niewielki wzrost nieprzekraczający stopy inflacji lub obniżający się ich poziom, powodujący utratę realnej wartości kapitałów, stanowi ważny sygnał mogący świadczyć o trudnościach finansowych. Podobnie jak w przypadku wyniku finansowego netto również tutaj

107J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka...*, s. 68.

108L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1994.

istotna jest identyfikacja czynników wpływających na odchylenie podstawowych wskaźników rentowności, tj. wskaźnika rentowności majątku (kapitału całkowitego) i wskaźnika rentowności kapitału własnego, zgodnie z modelem piramidalnym DuPonta<sup>109</sup>.

Uzupełnieniem rachunku zysków i strat w analizie zagrożenia finansowego przedsiębiorstw jest rachunek przepływów pieniężnych (sprawozdanie z przepływów pieniężnych – *cash flow*). Prezentuje on wpływy i wydatki środków pieniężnych z trzech kluczowych rodzajów działalności, tj. operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Sprawozdanie z przepływów pieniężnych umożliwia określenie głównych generatorów gotówki i kierunków jej transferu. Informacje finansowe pochodzące z tego rachunku pozwalają na uzyskanie lepszego niż w bilansie i rachunku zysków i strat obrazu podmiotu gospodarczego. Analiza danych zawartych w rachunku przepływów pieniężnych pozwala udzielić odpowiedzi m.in. na następujące zasadnicze pytania<sup>110</sup>:

1. Jakie rodzaje działalności przedsiębiorstwa generują najwięcej środków pieniężnych, a jakie absorbują te środki oraz które rodzaje działalności mają największy wpływ na sytuację finansową przedsiębiorstwa?
2. W jakim zakresie przedsiębiorstwo może pokrywać zobowiązania i finansować wydatki ze środków pozyskanych z działalności operacyjnej?
3. Czy zysk księgowy (memoriałowy) ma charakter nominalny, czy realny, a więc czy znajduje pokrycie w gotówce i w jakim stopniu?
4. W jakim zakresie przedsiębiorstwo przeznaczają środki pieniężne na modernizację i rozwój?
5. Czy przedsiębiorstwo dokonuje długoterminowych lokat środków pieniężnych i jakie osiąga z tego tytułu korzyści?
6. Jakie instrumenty finansowe wykorzystywane są przez przedsiębiorstwo w celu pozyskania środków pieniężnych na finansowanie działalności?

Ocenę sytuacji finansowej podmiotu na podstawie przepływów pieniężnych rozpoczyna się od analizy kierunków i strumieni pieniężnych z trzech podstawowych rodzajów działalności. Do najważniejszych symptomów pojawiających się problemów finansowych w przedsiębiorstwie identyfikowanych w *cash flow*

---

109B. Pomykalska, P. Pomykalski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 100–102.

110J. Narkiewicz, *Syntetyczna ocena ryzyka...*, s. 70.

zaliczyć można malejący, a nawet ujemny strumień pieniężny z działalności operacyjnej stanowiącej podstawową działalność jednostki. Wskazuje to na pogarszającą się efektywność sprzedaży bądź – w przypadku ujemnego strumienia operacyjnego – na ponoszenie strat ze sprzedaży.

Z kolei gdy sprzedaż generuje zyski, ujemny strumień pieniężny z działalności operacyjnej świadczy o problemach podmiotu ze ściąganiem należności i wskutek tego ze spłatą zaciągniętych zobowiązań. W sytuacjach znacznego ograniczenia wypłacalności i niskiego poziomu generowanej gotówki operacyjnej przedsiębiorstwa często przekształcają majątek na środki pieniężne, co znajduje odzwierciedlenie w dodatnim strumieniu pieniężnym z działalności inwestycyjnej. Wizja niewypłacalności i bankructwa występuje w przypadku, gdy przepływy ze wszystkich trzech rodzajów działalności są ujemne. Sytuacja taka najczęściej ma miejsce, kiedy inwestycje są nietrafione, nie przynoszą spodziewanych efektów w działalności operacyjnej. Przedsiębiorstwo ponosi dodatkowe nakłady związane z kontynuacją wcześniej rozpoczętego zadania, a wskutek braku zdolności kredytowej nie jest w stanie pozyskać dodatkowych zewnętrznych źródeł finansowania. W ramach oceny przepływów pieniężnych w celu identyfikacji ryzyka utraty płynności finansowej można przeanalizować relację pomiędzy uzyskanym saldem przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej a wynikiem ze sprzedaży. Konstruuje się do tego celu tablicę dokonań finansowych, która ułatwia ocenę realności zysku osiąganego przez przedsiębiorstwo. W przypadku gdy zyskowi odpowiada nadwyżka środków pieniężnych osiągnięta z całokształtu działalności, mówi się wtenczas o najkorzystniejszej sytuacji dla przedsiębiorstwa. Pożądane jest przy tym, by gotówka operacyjna w pełni pokrywała kwotę wygospodarowanego zysku.

Analiza podstawowych wskaźników, obliczanych na podstawie danych z rachunku przepływów pieniężnych, daje podstawę do kalkulacji i refleksji nad zbliżającymi się problemami finansowymi w przedsiębiorstwie. W sposób syntetyczny charakteryzują one gospodarkę pieniężną podmiotu. Pierwsza grupa wskaźników efektywności (wydajności) gotówkowej zawiera relacje przepływów gotówkowych z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży, majątku lub zysku z działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Uzyskane wartości pozwalają na weryfikację rentowności prezentowanej w ujęciu memoriałowym w rachunku zysków i strat. Ponadto charakteryzują rzeczywistą siłę dochodową

jednostki gospodarczej. Niski/malejący poziom tych relacji sygnalizuje zbliżające się trudności płatnicze wynikające z niedoboru gotówki w przedsiębiorstwie.

Drugą grupą wskaźników opartych na przepływach pieniężnych są relacje gotówki netto z działalności operacyjnej do zobowiązań lub do długoterminowych wydatków przedsiębiorstwa. Uzyskane wartości odzwierciedlają możliwości samofinansowania, a więc stopień uniezależnienia się podmiotu od obcych źródeł finansowania. Malejący i stosunkowo niski poziom tych wskaźników informuje o konieczności korzystania w szerokim zakresie z obcych źródeł finansowania, co może w przyszłości oddziaływać niekorzystnie na wypłacalność przedsiębiorstwa.

Konkludując, źródła informacji niezbędne do realizacji procesu predykcji upadłości koncentrują się niezmiennie od dziesiątek lat na cyklicznych raportach finansowych, które są obowiązkiem sprawozdawczym podmiotów gospodarczych. Zmiany, jakie można dostrzec, dotyczą form i nośników współczesnej sprawozdawczości finansowej. Tworzenie scentralizowanych baz (np. zasoby EMIS), digitalizacja raportów i ekspansja popytu na informację skutkują dogodniejszym dostępem do danych finansowych, co ma pozytywne znaczenie dla późniejszej możliwości tworzenia funkcji klasyfikacyjnych<sup>111</sup>. Postęp w tym obszarze ukierunkowuje drogę do podejmowania wysiłków badawczych i tworzenia nowych systemów – wolnych od zarzucanych im błędów, m.in. deprecjowania perspektywy sektorowej czy wątpliwej metodyki doboru próby, o czym bardzo dużo w swoich pracach pisze J. Kitowski<sup>112</sup>.

## 2.3. Modele wczesnego ostrzegania przed upadłością podmiotów a zarządzanie ryzykiem

Modele wczesnego ostrzegania przed upadłością stanowią narzędzia stosowane w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw, umożliwiające nie tylko prognozowanie zagrożenia bankructwem, ale także ocenę zmian

111 J. Siciński, *System wczesnego ostrzegania...*, s. 104.

112 J. Kitowski, *Modele dyskryminacyjne jako instrument oceny zagrożenia upadłością przedsiębiorstw*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2021, nr 68, s. 147.

w sytuacji analizowanych jednostek i ocenę jej stopnia stabilności lub zmienności<sup>113</sup>. Ukierunkowane są zatem na wczesną identyfikację zagrożeń w działalności przedsiębiorstw<sup>114</sup>. Tym samym pełnią niejako funkcję drogowskazu wyznaczającego dalsze działania, w tym szczegółowe kierunki analiz i badań<sup>115</sup>. W literaturze przedmiotu dostrzec można problemy definicyjne odnośnie do pojęć: *system wczesnego ostrzegania*, *model predykcji bankructwa* czy *model wczesnego ostrzegania przed upadłością*. Za P. Decem w pracy przyjęto, że *system wczesnego ostrzegania przedsiębiorstwa* nie jest pojęciem tożsamym z określeniami *model predykcji bankructwa* czy *model wczesnego ostrzegania przed upadłością*<sup>116</sup>. Przez system wczesnego ostrzegania w działalności gospodarczej rozumie się opracowany w aspekcie zastosowania praktycznego zestaw narzędzi wczesnego ostrzegania. Na taki system może składać się jeden lub kilka różnych modeli oraz narzędzi wczesnego ostrzegania (w tym modeli predykcji upadłości), przykładowo: modele bazujące na analizie dyskryminacyjnej, logitowej czy sztucznych sieciach neuronowych oraz inne narzędzia dostosowane do specyfiki przedsiębiorstw i obszarów dokonywanych analiz. Dotyczy to także kompleksowego systemu wczesnego ostrzegania, który łączy różne modele i narzędzia, a jednym z jego elementów składowych są modele wczesnego ostrzegania przed upadłością. Modele predykcji bankructwa znajdują zastosowanie nie tylko w samych przedsiębiorstwach, ale i w różnych instytucjach, np. nadzorczych i kontrolnych. Pozwalają bowiem na szybką identyfikację zmian wpływających

---

113 Por. M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002, s. 107; D.R. Fraser, L.M. Fraser, *Ocena wyników działalności banku komercyjnego: analiza finansowa*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1996, s. 125.

114 Por. E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „*Ekonomista*” 2006, nr 2, s. 209.

115 Systemy wczesnego ostrzegania wywodzące się z terminologii wojskowej są obecnie szeroko stosowane nie tylko do prognozowania upadłości czy zagrożeń w działalności przedsiębiorstw, ale również do monitorowania pogody (wykrywania zagrożenia trzęsieniami ziemi, wybuchami wulkanów czy falami tsunami), kryzysów społecznych (w tym łamania praw człowieka w określonych regionach świata, wzrostu konfliktów religijnych itp.).

116 P. Dec, *Kompleksowy system wczesnego ostrzegania przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw: wybrane aspekty*, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 78.

na pogorszenie sytuacji finansowej badanych podmiotów<sup>117</sup>. Modele wczesnego ostrzegania przed upadłością były tworzone z zamiarem stosowania ich do prognozowania zagrożeń bankructwem podmiotów gospodarczych. Nie wyklucza to jednak możliwości wykorzystywania tego typu narzędzi do dynamicznej oceny stanu przedsiębiorstw. Syntetyczne oceny, uzyskane w wyniku zastosowania modeli predykcji upadłości, mogą być poddane analizom porównawczym w ujęciu dynamicznym, a tym samym mogą stać się podstawą wnioskowania o kierunkach zmian sytuacji ekonomiczno-finansowej badanego przedsiębiorstwa. Celowość stosowania modeli wczesnego ostrzegania przed bankructwem dotyczy nie tylko przedsiębiorstw, ale także inwestorów, kredytodawców i instytucji nadzorujących<sup>118</sup>. Modele te są bowiem użyteczne m.in. w<sup>119</sup>:

- 1) analizie ekonomiczno-finansowej kredytobiorców – jako narzędzie wspomagania decyzji, w tym przede wszystkim dotyczących polityki finansowej i kredytowej;
- 2) procesie dokonywanych fuzji i przejęć – poprzez sygnalizowanie problemów finansowych przejmowanych lub łączących się przedsiębiorstw;
- 3) analizie inwestycji kapitałowych – poprzez dostarczanie informacji na temat ewentualnego zagrożenia upadłością danej spółki.

Pierwsze modele wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw powstały w latach trzydziestych XX wieku. Były one odpowiedzią na lawinę niespodziewanych i nagłych bankructw w czasach wielkiego kryzysu. Wcześniej prowadzone były pojedyncze badania w zakresie analiz wypłacalności przedsiębiorstw. Przełomem w badaniach nad modelami predykcji bankructwa przedsiębiorstw było opracowanie wielowymiarowego modelu prognozowania upadłości przez E.I. Altmana w 1968 roku<sup>120</sup>. W wyniku systematycznych badań prowadzonych przez zespół badaczy pod jego kierownictwem pierwotny model był doskonalony, dzięki czemu w roku 1977 oraz 1983 powstawały kolejne wersje

---

117 Por. R. Sahajwala, P. Bergh, *Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems*, „Basel Committee on Banking Supervision, Working Papers”, December 2000, no. 4, s. 7.

118 E.K. Laitinen, H.G. Chong, *Early-warning system for crisis in SMEs: Preliminary evidence from Finland and the UK*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 1998, vol. 6(1), s. 89.

119 M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa...*, s. 108.

120 Por. E.I. Altman, *Corporate financial distress. A complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy*, „The Journal of Finance” 1968, vol. 4(23), s. 589–609.

(w tym głównie model ZETA)<sup>121</sup>, znajdujące szerokie zastosowanie w praktyce<sup>122</sup>. Badania prowadzone przez E.I. Altmana stały się inspiracją do rozwoju tego typu badań na świecie.

Załamaniem się gospodarki i bankructwo wielu przedsiębiorstw w latach trzydziestych XX w. w Stanach Zjednoczonych uświadomiło ówczesnym menedżerom, że ich firmy nie są przygotowane, by odpowiednio wcześniej wykryć symptomy zbliżającego się kryzysu gospodarczego. W tym okresie powstały pierwsze prace naukowe popularyzujące wykorzystanie modeli wczesnego ostrzegania w prognozowaniu ryzyka upadłości podmiotu. Jedną z pierwszych była praca autorstwa P.J. Fitz Patricka z 1932 roku.

W Polsce rozwój badań nad prognozowaniem bankructwa jednostek gospodarczych rozpoczął się zdecydowanie później niż za granicą. Wzrost liczby publikacji z tego zakresu odnotowywany został dopiero od początku lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Badania w obszarze ryzyka upadłości prowadzili m.in. T. Waśniewski, W. Skoczylas<sup>123</sup>, E. Mączyńska<sup>124</sup>, J. Gajdka i D. Stos<sup>125</sup>, D. Hadasik<sup>126</sup>, D. Appenzeler i K. Szarzec<sup>127</sup>, D. Wędzki<sup>128</sup>, A. Hołda<sup>129</sup>, B. Pru-

---

121 E.I. Altman, P. Narayanan, R. Haldeman, *ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*, „Journal of Banking and Finance” 1977, vol. 1(1), s. 29–39.

122 Por. E.I. Altman, *Corporate financial distress and bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York 1993.

123 T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Analiza symptomów zagrożeń przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1993, nr 12, s. 437–443.

124 E. Mączyńska, *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38, s. 48; E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Dyskryminacyjne modele...*

125 J. Gajdka, D. Stos, *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1996, s. 354–363.

126 D. Hadasik, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe. Prace Habilitacyjne”, z. 153, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998.

127 D. Appenzeller, K. Szarzec, *Prognozowanie zagrożenia upadłością polskich spółek publicznych*, „Rynki Terminowe” 2004, nr 1, s. 120–128.

128 D. Wędzki, *Problem wykorzystania analizy wskaźnikowej do przewidywania upadłości polskich przedsiębiorstw – studium przypadków*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 5, s. 54–61.

129 A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310.

sak<sup>130</sup>, M. Hamrol, B. Czajka i M. Piechocki<sup>131</sup>, M. Szczerbak<sup>132</sup>. Z kolei badania nad możliwościami wykorzystywania zagranicznych modeli predykcji upadłości w warunkach polskich dowiodły, że modele te nie mogą być automatycznie wykorzystywane w odniesieniu do przedsiębiorstw krajowych.

W ramach kompleksowego systemu wczesnego ostrzegania modele predykcji bankructwa mogą być wybrane spośród dotychczas skonstruowanych modeli, które<sup>133</sup>:

- 1) cechują się wysoką trafnością prognozowania;
- 2) wykorzystują wskaźniki i wielkości pozwalające na najdokładniejszą ocenę sytuacji ekonomiczno-finansowej firmy ze względu na rodzaj prowadzonej przez nią działalności;
- 3) są możliwe do zastosowania w przedsiębiorstwie;
- 4) zostały opracowane dla właściwej branży.

Warto pamiętać, iż w doborze modelu predykcji bankructwa istotne jest, by zawierał on precyzyjne kryteria uznawania przedsiębiorstw za zagrożone upadłością. Podsystem wczesnego ostrzegania przed upadłością umożliwiłby w pierwszej kolejności analizowanie sytuacji bieżącej przedsiębiorstwa oraz wskazywałby na jego obecne (lub mogące wystąpić w przyszłości) problemy ekonomiczno-finansowe.

Proces budowy modeli wczesnego ostrzegania ma charakter indywidualny, dostosowany do każdego podmiotu czy grupy podmiotów homogenicznych (tj. podobnych) pod względem rodzaju prowadzonej działalności czy wielkości. Jego budowa składa się z kilku etapów, co zostało zaprezentowane na rysunku 4.

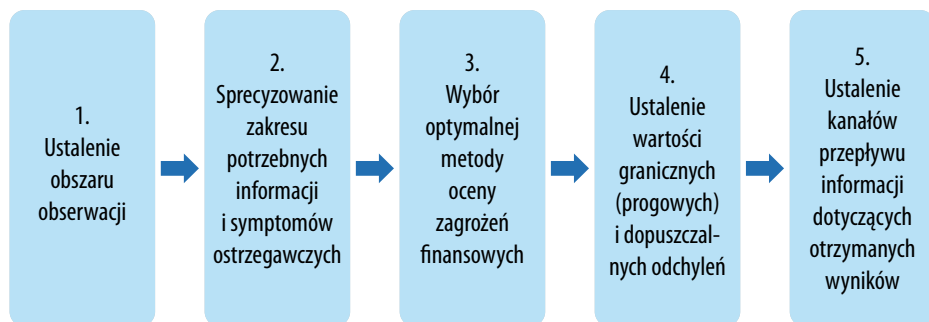
---

130B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.

131 M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6, s. 35–39, <https://doi.org/10.33141/po.2004.06.09>

132 M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw (na podstawie doświadczeń syndyków i analizy dokumentacji sądowej)*, praca doktorska, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006.

133 P. Dec, *Kompleksowy system wczesnego ostrzegania...*, s. 82.



**Rysunek 4.** Etapy budowy systemu wczesnego ostrzegania

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Stasiewski, *Z-score – indeks przewidywanego upadku przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1996, nr 12, s. 628; M. Zaleska, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002, s. 113.

Systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością podmiotów gospodarczych stanowią kluczowy element zarządzania ryzykiem, pełniąc funkcję specjalistycznych systemów informacyjnych zaprojektowanych do identyfikacji i sygnalizowania potencjalnych zagrożeń zarówno w otoczeniu zewnętrznym, jak i wewnątrz organizacji. Ich podstawowym zadaniem jest monitorowanie wskaźników finansowych, operacyjnych oraz makroekonomicznych, takich jak rentowność, płynność, zadłużenie czy trendy branżowe, w celu wykrywania wczesnych symptomów kryzysu. Sygnały ostrzegawcze generowane na podstawie modeli dyskryminacyjnych, regresji logistycznej czy uczenia maszynowego – przykładowo modeli A. Hołdy, poznańskiego, S. Hermana czy krakowskiego – powinny być przekazywane z odpowiednim wyprzedzeniem czasowym, umożliwiającym użytkownikom, takim jak menedżerowie, inwestorzy czy wierzyciele, podjęcie działań zapobiegawczych lub kompensujących. Te interwencje mogą obejmować restrukturyzację zadłużenia, optymalizację kosztów, dywersyfikację źródeł finansowania lub negocjacje z interesariuszami, co w efekcie eliminuje lub znacząco zmniejsza skutki sygnalizowanych zagrożeń, takich jak niewypłacalność czy bankructwo.

W kontekście zarządzania ryzykiem systemy wczesnego ostrzegania integrują się z szerszymi strategiami korporacyjnymi, pozwalając na podejście proaktywne zamiast reaktywnego, co jest szczególnie istotne w dynamicznych gospodarkach transformacyjnych, takich jak polska, gdzie czynniki zewnętrzne – inflacja, wahania kursów walut, skutki pandemii COVID-19 czy geopolityczne napięcia

(np. wojna w Ukrainie) – nasilają presję na podmioty gospodarcze. Badania empiryczne, w tym te oparte na danych z lat 2020–2025, wskazują, że skuteczne wdrożenie tych systemów może obniżyć wskaźnik upadłości o 20–30% w sektorach wysokiego ryzyka, takich jak budownictwo czy handel, poprzez wczesną detekcję predyktorów, takich jak ujemne przepływy pieniężne czy wysoki poziom dźwigni finansowej. Jednak wyzwania, takie jak subiektywność doboru zmiennych modelowych czy potrzeba aktualizacji danych w czasie rzeczywistym, podkreślają konieczność ciągłego doskonalenia tych systemów. Ostatecznie modele wczesnego ostrzegania nie tylko minimalizują straty ekonomiczne, ale także wspierają zrównoważony rozwój przedsiębiorstw, przyczyniając się do stabilności całego systemu gospodarczego<sup>134</sup>.

---

134Por. J.K. Hunek, *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Przegląd Organizacji” 1989, nr 5, s. 28–39.



### 3. Metody wyceny przedsiębiorstw dystresyjnych – ujęcie klasyczne

---

#### 3.1. Istota wartości przedsiębiorstwa a jego wycena

Wycena przedsiębiorstwa oznacza działanie, które ma celu ustalenie jego wartości. Wartość przedsiębiorstwa we współczesnym świecie jest niezmiennie ważnym zagadnieniem ekonomicznej istoty problematyki własnościowej, które wiąże się ściśle z zagadnieniami użyteczności oraz z problemem pieniężnej wartości przedmiotu własności<sup>135</sup>. Ponadto jest również rynkowym miernikiem efektywności i skuteczności działań podejmowanych przez przedsiębiorstwo.

Samo pojęcie *wartość (value)* jest kategorią uniwersalną, wieloznaczną<sup>136</sup>. Jest jednym z tych pojęć, które nie mają prostej, jednoznacznej definicji – wartość stanowi wszystko to, co dla człowieka ma jakikolwiek walor<sup>137</sup>. Wartość nie jest związana z danym dobrem, nie polega na przymiotach zmysłowych. Rodzi się dopiero z chwilą obudzenia się naszego pożądanego, a znika, gdy pożądanego gaśnie. Innymi słowy, wartość to cecha lub zespół cech właściwych osobie lub rzeczy, stanowiących o jej walorach, cennych dla ludzi, mogących zaspokoić ich potrzeby<sup>138</sup>. Pojęcie jest wykorzystywane w wielu dyscyplinach

---

135 I. Miciuła, *Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2014, vol. 2(300), s. 184.

136 A. Black i współautorzy rozpatrują wartość w dwóch ujęciach: jako rzeczownik – wówczas jest to cecha powodująca chęć posiadania lub użyteczność, albo jako czasownik – co oznacza wycenę, określanie wartości oraz cenie – A. Black, P. Wright, J. Bachman, J. Davies, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy: kształtowanie wyników działalności spółek*, Wydawnictwo ABC, Warszawa 2000, s. 17.

137 B.R. Kuc, J. Paszkowski, *Organizacja – wartości – zarządzanie*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 46.

138 W. Grudzewski L. Hejduk, *Restrukturyzacja firmy jako kierunek wzrostu jej wartości*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999.

społeczno-ekonomicznych, chociażby w psychologii ekonomii, socjologii czy filozofii, co świadczy o jego wieloznaczności.

Wartość przedsiębiorstwa to zatem koncepcja dotycząca wymiany lub możliwości pomnożenia zainwestowanego kapitału<sup>139</sup>. Stąd w odniesieniu do przedsiębiorstw lub ich zorganizowanej części najbardziej zasadne wydaje się określenie wartości podmiotu na podstawie planowanych korzyści, w przyszłości.

Wartość stanowi cenę czegoś, wyrażoną w pieniądzu lub jako ekwiwalent innych dóbr, na które to coś może być wymienione<sup>140</sup>.

W teorii ekonomii można wyróżnić następujące definicje wartości<sup>141</sup>:

- 1) wartość użytkowa – zdolność danego dobra do zaspokajania ludzkich potrzeb;
- 2) wartość wymienna – zdolność danego dobra do bycia przedmiotem wymiany na inne dobro;
- 3) cena towaru – pieniężne wyrażenie danego dobra;
- 4) wartość naturalna – wartość centralna, do której dążą ceny wszystkich towarów.

Z ekonomicznego punktu widzenia wartość przedsiębiorstwa opiera się głównie na zdolności podmiotu do pomnażania zasobów majątkowych. Różnorodność wartości przedsiębiorstwa spowodowana jest tym, że „konkretne sposoby pomiaru wartości wiążą się z równoległym występowaniem licznych jej koncepcji”<sup>142</sup>. Księgowa wartość przedsiębiorstwa „może być zdefiniowana w sposób bardzo precyzyjny, dzięki określeniu zarówno źródła pochodzenia zasad jej ustalania, jak i przedmiotu wyceny”<sup>143</sup>. Wartości przedsiębiorstwa, które są określane w inny sposób, nie są już tak jednoznaczne i mogą różnić się od jego wartości księgowej (por. rysunek 5). W odniesieniu do wartości bilansowej przedsiębiorstwa i jej korekty, w literaturze występują również: wartość

139 Zob. szerzej P. Szczepankowski, *Przedsiębiorstwo. Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 42–49.

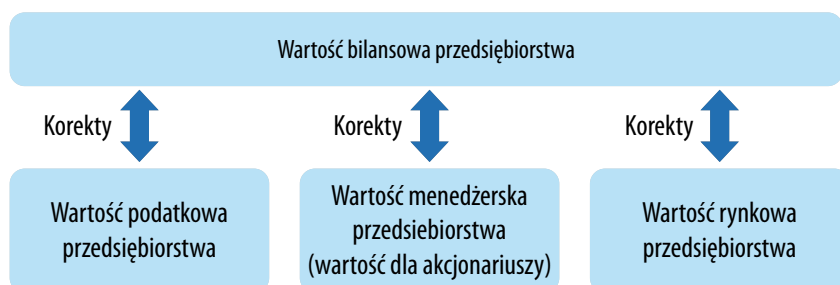
140 *Longman Dictionary of Contemporary English*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1990, s. 1165.

141 M. Dobb, *Teorie wartości i podziału od Adama Smitha. Ideologia a teoria ekonomii*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1976, s. 5.

142 A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006, s. 9.

143 E. Walińska, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 35.

podatkowa przedsiębiorstwa, wartość menedżerska przedsiębiorstwa oraz wartość rynkowa.



**Rysunek 5.** Wartość bilansowa przedsiębiorstwa i jej modyfikacja

Źródło: E. Walińska, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 32.

Różnica pomiędzy księgową a rynkową wartością przedsiębiorstwa stanowi „wartość firmy” (*goodwill*), która oznacza<sup>144</sup>:

- 1) wartość przedsiębiorstwa w postaci inwentarza, reputacji i wyrobionych stosunków;
- 2) przywileje handlowe firmy, będące sukcesem dobrze prosperującego przedsiębiorstwa.

Termin *wartość firmy* po raz pierwszy pojawił się w roku 1571 w zapisie: „przekazałem [...] cały mój biznes oraz *goodwill* związany z moim kamieniołomem”<sup>145</sup>. Wartość firmy została zdefiniowana po raz pierwszy w 1810 roku<sup>146</sup>.

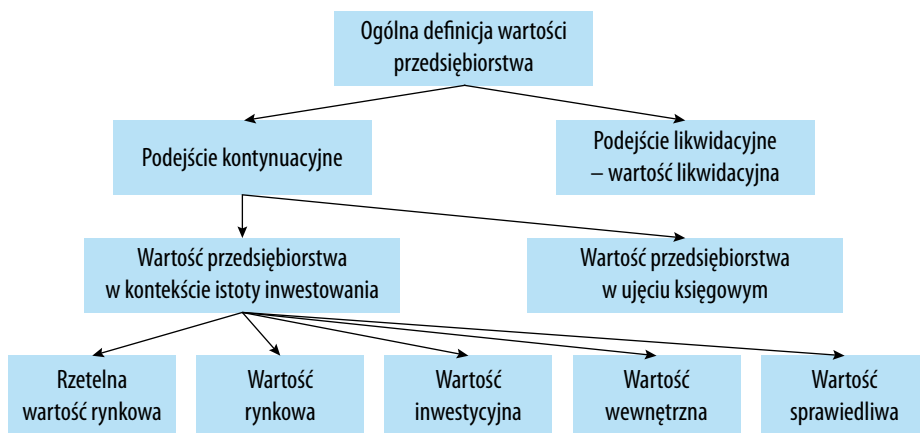
Przedsiębiorstwo może przedstawiać różne wartości. Punktem wyjścia do ich określenia jest wartość bilansowa. Najczęściej opracowanie modeli wartości przedsiębiorstwa dotyczy kontynuacji działalności podmiotu i w takim aspekcie istnieje wiele sposobów prezentacji tychże modeli. Ponadto oprócz wartości przedsiębiorstwa kontynuującego działalność można mieć do czynienia z wartością przedsiębiorstwa w warunkach braku kontynuacji działalności. Ciekawy

144 J. Stanisławski, *Wielki słownik angielsko-polski*, Wydawnictwo Wiedza Powszechna, Warszawa 1983, s. 356

145 E. Maćkowiak, *Ujęcie wartości firmy w wartości przedsiębiorstwa*, „Studia Ekonomiczne/Akademia Ekonomiczna w Katowicach” 2005, nr 33, s. 168.

146 S.J. Simon, *Court Decisions Concerning Goodwill*, „The Accounting Review” 1956, vol. 31(2), s. 272.

przykład prezentacji możliwych wartości przedsiębiorstwa przedstawia W. Skoczylas (por. rysunek 6), traktując jego wartość likwidacyjną jako jedną z możliwych wartości<sup>147</sup>. W definicji wartości przedsiębiorstwa autorka wyróżniła podział na podejście kontynuacyjne oraz podejście likwidacyjne. W zamyśle procesu inwestycyjnego mamy do czynienia z ustaleniem wartości podmiotu (jako wartość rzetelna, rynkowa, inwestycyjna, wewnętrzna i sprawiedliwa) lub wartości w ujęciu księgowym.



**Rysunek 6.** Definicje wartości przedsiębiorstwa w ujęciu W. Skoczylas

Źródło: W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 19.

W literaturze można znaleźć wiele wariantów definicji wartości przedsiębiorstwa. Należy jednak pamiętać, iż jej dokładne wyjaśnienie możliwe jest po doprecyzowaniu, czym jest ta wartość oraz co i w jakim stopniu o niej decyduje. Adaptując nomenklaturę służącą do określania wartości aktywów według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (MSSF, *International Financial Reporting Standards* – IFRS), w przypadku przedsiębiorstwa kontynuującego działalność można mówić o jego wartościach: bieżącej, bilansowej, ekonomicznej i godziwej<sup>148</sup>.

<sup>147</sup> W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.

<sup>148</sup> Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1999, s. 1360.

Należy pamiętać, że przy ustalaniu wartości przedsiębiorstwa potencjalny nabywca przedsiębiorstwa lub zorganizowanej jego części jest zobligowany zapłacić nie tyle za składniki majątkowe, ile za prawo do korzyści, jakie będzie on mógł osiągać z tytułu własności podmiotu. Korzyści te zależą zarówno od obecnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, jak i od możliwości kontynuowania w przyszłości opłacalnej działalności gospodarczej<sup>149</sup>. Przystępując do procesu wyceny przedsiębiorstwa, konieczny jest wybór jednej z wartości: księgowej, odtworzeniowej, likwidacyjnej lub wartości jako wielokrotności zysków przedsiębiorstwa, które łączą wartość nie tyle z działalnością przedsiębiorstwa, ile z nim samym<sup>150</sup>. Z kolei wybór jednego z rodzajów wartości determinuje metodę pomiaru, następnie zasady ustalania, a także odbiorców informacji o wartości przedsiębiorstwa (por. rysunek 7).

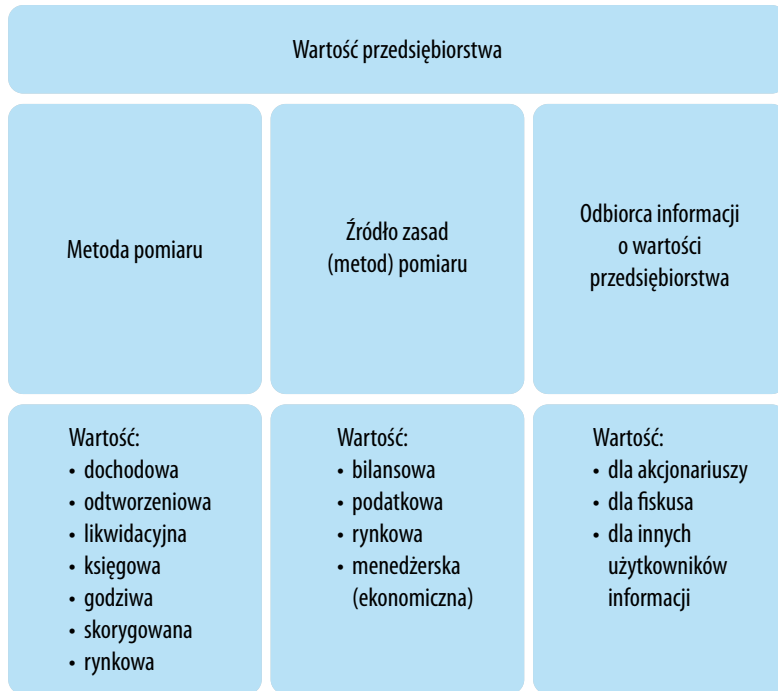
Konkludując, pomimo bogatych doświadczeń krajów o rozwiniętej gospodarce ani praktyka, ani teoria nie dostarczają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, ile warte jest przedsiębiorstwo<sup>151</sup>. Podejmując się wyceny przedsiębiorstwa jako zorganizowanej całości, nie można zapominać o wartości firmy, będącej wyrazem rozpoznawalnej marki, położenia geograficznego czy otoczenia podmiotu. Problem ten dotyczy wielu rodzajów aktywów, nie tylko znaku firmowego (por. rysunek 8). Wartość rynkową można podzielić na kapitał intelektualny (w podziale na kapitał ludzki i kapitał strukturalny) oraz kapitał finansowy.

---

149 W. Janik, *Wartość przedsiębiorstwa i jego służebna rola wobec otoczenia*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartościami organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 42.

150 C. Suszyński, *Sprawność i efektywność przedsiębiorstwa. Wyzwania na poziomie struktur i procesów*, [w:] *idem* (red.), *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 113–145.

151 S. Kasiewicz, E. Mączyńska, *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 147–158.

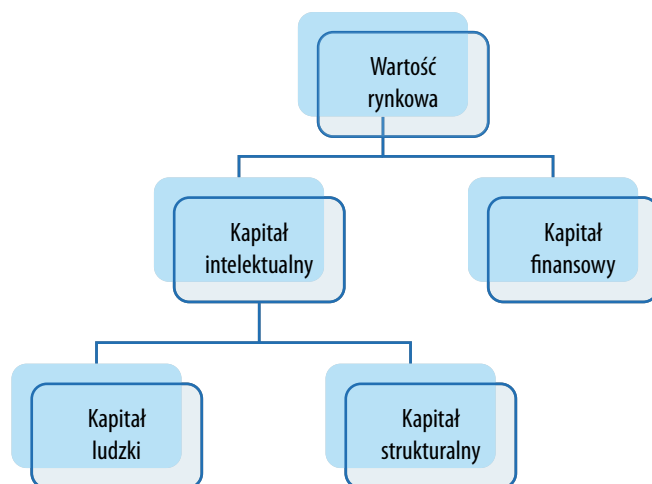


**Rysunek 7.** Wartość przedsiębiorstwa – zasady pomiaru i jej użytkownicy

Źródło: E. Walińska, *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 32.

Jak podkreśla T. Dudycz, z powodu szybkiego postępu coraz ważniejsze w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa stają się jego składniki niematerialne, nazywane wartościami miękkimi (*soft values*) lub ukrytymi składnikami majątkowymi (*hidden assets*), powodujące wzrost jego wartości rynkowej często do poziomu kilkakrotnie większego od wartości księgowej<sup>152</sup>. Niezależnie od składników wartości przedsiębiorstwa jedną z ważniejszych informacji o przedsiębiorstwie stanowi wartość rynkowa. Precyzyjne jej określenie możliwe jest wyłącznie w przypadku spółek notowanych na giełdzie.

<sup>152</sup>T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 249. *Hidden assets* utożsamiane są jako wiedza pracowników, kultura organizacji, zasoby informatyczne, kontakty z klientami itp.



**Rysunek 8.** Model wartości rynkowej firmy

Źródło: L. Edvinsson, M.S. Malone, *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 45, za: A. Bagieńska, *Zarządzanie wartością zasobów ludzkich organizacji poprzez system wynagrodzeń*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 214.

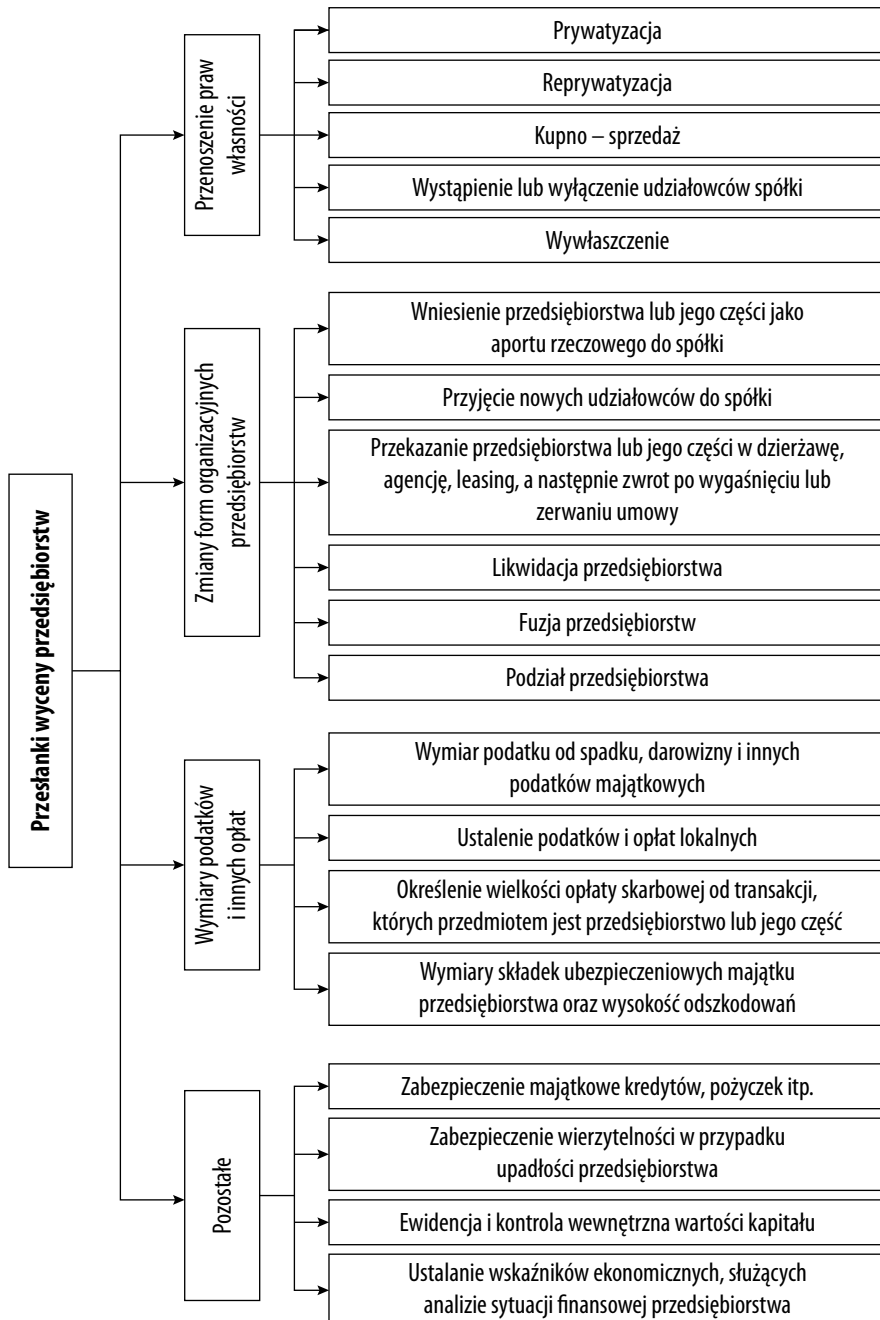
Wartość rynkową można określić (z mniejszą dokładnością) również przy zastosowaniu innych metod, pamiętając jednak, że nieodłącznym atrybutem każdego przedsiębiorstwa jest jego majątek (składniki materialne i niematerialne). Wartość przedsiębiorstwa tak naprawdę zależy od wielu czynników. Według S.A. Rossa, R.W. Westerfielda i B.D. Jordana aktywa, od których zależy wartość przedsiębiorstwa, można podzielić na bilansowe (majątek trwały i majątek obrotowy) oraz pozabilansowe (reputacja przedsiębiorstwa i pracownicy)<sup>153</sup>. Najistotniejszym elementem przy wyborze metody wyceny, będącym głównym czynnikiem wyznaczającym ją i jej zakres, jest cel wyceny. Przedmiotem wyceny może być majątek przedsiębiorstwa lub jego część bądź przedsiębiorstwo jako całość. Z kolei z funkcji wyceny wynika, że z jednej strony prowadzi do ustalenia wartości przedmiotu, stanowiąc (w przypadku zamiaru jego zbycia) podstawę oferty wyjściowej sprzedawcy i nabywcy, z drugiej zaś określa granice, w jakich może zawierać się cena. Cel i wynikający z niego zakres wyceny są

<sup>153</sup> S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 42.

zgodne z podstawą doboru metody wyceny, za pomocą której szacowana jest wartość przedsiębiorstwa lub składników jego majątku<sup>154</sup>. Stąd wybór metody wyceny przedsiębiorstwa jest determinowany przesłanką jej sporządzenia. Zróżnicowanie celu wyceny, mierzonych przedmiotów i jej adresata jest przyczyną występowania dużej liczby metod wyceny (por. rysunek 9). Przesłanki wyceny przedsiębiorstw można podzielić według: wymiaru podatków i innych opłat (m.in. od spadku, darowizn, innych podatków majątkowych czy składek ubezpieczeniowych majątku przedsiębiorstwa), zmian form organizacyjnych (w postaci aportów rzeczowych do spółek, podziału, fuzji czy likwidacji przedsiębiorstwa), przenoszenia praw własności (w postaci prywatyzacji, reprivatyzacji, wyłączenia, kupna-sprzedaży czy wyłączenia udziałowców) i innych (w postaci zabezpieczeń majątkowych, wierzytelności i innych).

---

154S. Jędrzejewski, *Przedsiębiorstwo w upadłości. Uwarunkowania prawne – wycena – model sprawozdania finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2018, s. 40.



**Rysunek 9.** Przesłanki wyceny przedsiębiorstw

Źródło: R. Borowiecki (red.), *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa 1995, za: A. Kamela-Sowińska, *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006, s. 26.

## 3.2. Cele i funkcje wyceny przedsiębiorstw

Proces wyceny przedsiębiorstwa, jej specyfika i istota nastroczą badaczom tego zagadnienia wielu problemów. Jest to związane z licznymi uwarunkowaniami, procedurami oraz metodami służącymi wycenie firmy. Wiedza na temat wartości przedsiębiorstwa w przypadku przeprowadzania transakcji handlowej ma fundamentalne znaczenie zarówno dla właściciela firmy, jak i dla potencjalnych inwestorów. Istotą wyceny przedsiębiorstwa jest jego wartość wyrażona w określonych jednostkach pieniężnych, za pomocą ustalonych ocen, reguł i analiz.

Wycenę należy postrzegać jako działalność praktyczną, definiować ją jako sposób wartościowego pomiaru przedsiębiorstwa, to jest jego zasobów i efektów ekonomicznych podejmowanych decyzji. Wycena przedsiębiorstwa to proces złożony. Rzetelnie przeprowadzona wycena jest w stanie zobrazować rzeczywistą i godziwą wartość firmy. Powinna charakteryzować się następującymi cechami<sup>155</sup>:

- 1) wycena powinna być zgodna z faktami, a dane powinny być aktualne;
- 2) powinna być przejrzysta i względnie prosta;
- 3) cel jej przygotowania powinien być wyraźnie określony;
- 4) powinna opierać się na danych finansowych przedsiębiorstwa;
- 5) nie powinna być dokonywana wyłącznie na podstawie wartości majątku przedsiębiorstwa, chyba że dotyczy tzw. metody likwidacyjnej;
- 6) powinna uwzględniać prognozy rozwojowe firmy;
- 7) powinna uwzględniać czynniki ryzyka;
- 8) powinna uwzględniać czynniki dochodowe i niematerialne;
- 9) powinna uwzględniać wszystkie istotne informacje, które mają wpływ na wycenę i są dostępne w procesie jej przygotowywania;
- 10) powinna być obiektywna.

Nawiązując do klasycznej teorii ekonomii, zasada maksymalizacji zysku jako głównego, a jednocześnie jedynego celu przedsiębiorstwa, nie tłumaczy współcześnie obserwowanych zachowań wielu typów przedsiębiorstw. Poza pozostałymi marketingowymi i pozamarketingowymi celami przedsiębiorstwa warto zwrócić uwagę także na cele alternatywne. Ważny jest cel biznesowy wyceny

---

155I. Miciuła, *Współczesna metodyka wyceny...*, s. 184.

podmiotu gospodarczego. Jednak bez względu na okoliczności wycena podmiotu powinna spełniać następujące funkcje, które można utożsamiać z wykorzystaniem jej do realizacji celów gospodarczych. Podział tych celów został przedstawiony w tabeli 6.

**Tabela 6.** Cele i funkcje wyceny wartości przedsiębiorstwa

| Cele wyceny przedsiębiorstwa |                            |
|------------------------------|----------------------------|
| Cele wewnętrzne              | Cele zewnętrzne            |
| Funkcja doradczo-decyzyjna   | Funkcja doradczo-decyzyjna |
| Funkcja argumentacyjna       | Funkcja argumentacyjna     |
| Funkcja mediacyjna           | Funkcja mediacyjna         |
| Funkcji informacyjna         | Funkcja informacyjna       |
| Funkcja zarządcza            |                            |
| Funkcja zabezpieczająca      |                            |

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 1992, s. 5–15.

Mając na uwadze realizację różnych celów i zaspokojenie oczekiwań różnych grup interesariuszy, podejście funkcjonalne pozwala równocześnie na uzyskanie końcowych efektów satysfakcjonujących wszystkie bezpośrednio zainteresowane strony. Tego rodzaju podejście zrodziło funkcjonalnie zorientowaną koncepcję wartości przedsiębiorstwa<sup>156</sup>. Funkcja argumentacyjna odpowiada za dostarczenie odpowiednich informacji istotnych przy wycenie podmiotu dla potencjalnego nabywcy. Informacje można wykorzystać jako argument w negocjacjach cenowych.

Realizacja funkcji mediacyjnej odbywa się poprzez przeprowadzenie takiej wyceny, która rozwiąże wszelkie problemy powstałe w trakcie negocjacji kupna-sprzedaży podmiotu. Jednak aby doszło do przeprowadzenia takiej wyceny przedsiębiorstwa, muszą zostać zaakceptowane warunki postawione przez jej zleceniodawców. Wycena jest szczególnie istotna w sytuacji, gdy opinie stron

<sup>156</sup>A. Jaki, *Kategoria wartości w niemieckich i anglosaskich standardach wyceny*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2012, nr 690, s. 553–560.

transakcyjnych są mocno rozbieżne, a przeprowadzenie wyceny przez niezależnego eksperta ułatwi stronom dojście do konsensusu<sup>157</sup>. Funkcja zabezpieczająca z kolei zapewnienia zarządom przedsiębiorstw ograniczenie wystąpienia różnego typu sporów dotyczących wyceny bądź zapobiega zaistnieniu konfliktu interesów. Funkcja ta jest szczególnie ważna w sytuacji przeniesienia akcji-udziałów spółki do innej spółki (w ramach tej samej grupy kapitałowej). Rolą funkcji informacyjnej jest dostarczenie informacji o wynikach finansowych przedsiębiorstwa oraz perspektywach jego rozwoju. Jest ona realizowana głównie poprzez kontakty firmy z otoczeniem gospodarczym i odbiorcami informacji (są to m.in. uczestnicy rynku kapitałowego lub potencjalni inwestorzy). Ponadto służy wyjaśnieniu zmian rynkowych w zakresie cen akcji. Wzrost znaczenia funkcji informacyjnej poprzez rozszerzenie zakresu wykorzystywania wyników wyceny przedsiębiorstwa, zwłaszcza przez jego otoczenie, co wiąże się ze wzrostem jej doniosłości, akcentuje A. Jaki<sup>158</sup>.

W związku z wykorzystaniem wyników wyceny podmiotu do określenia i wdrożenia strategii wzrostu przedsiębiorstwa niezbędna jest funkcja zarządcza. Strategia rozwoju oddziałuje na dodatkową wartość dla właścicieli oraz umożliwia tworzenie systemów motywacyjnych dla zatrudnionych pracowników. Funkcja ta wspomaga również proces podejmowania decyzji poprzez akceptację lub negację metod wyceny przedsięwzięć inwestycyjnych czy decyzji co do zmian w strukturze finansowania bieżącej działalności gospodarczej. Funkcja doradczo-decyzyjna dotyczy głównie sytuacji kupna-sprzedaży przedsiębiorstwa. Każda ze stron zleca niezależnemu podmiotowi przeprowadzenie wyceny aktywów przedsiębiorstwa, co pozwala na ustalenie ceny transakcyjnej wolnej od subiektywizmu stron transakcji. Ponadto metoda ta umożliwia każdej z negocjujących stron określenie oferty wyjściowej oraz ustalenie dopuszczalnych odstępstw, na które strony mogą się zgodzić<sup>159</sup>.

---

157 R. Pitera, M. Gnap, K. Jezierska, *Wycena przedsiębiorstw dystresywnych – premia z tytułu ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, Instytut Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi, Łódź 2025, s. 16.

158 A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa: przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna. Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Warszawa 2006, s. 141–142.

159 M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 1992, s. 15.

Z kolei E. Mączyńska proponuje podział celów, które wynikają bezpośrednio z potrzeb zarządzania przedsiębiorstwem, a które mają charakter stały, okresowy i sporadyczny. Należą do nich<sup>160</sup>:

- 1) cele wyceny wynikające ze stałych potrzeb zarządzania przedsiębiorstwem: nadzorowanie pracy zarządu, ustalanie wynagrodzenia dla zarządu i pracowników, przegląd strumieni biznesowych z punktu widzenia ich udziału w generowaniu wartości przedsiębiorstwa, zabezpieczenia majątku czy udział w rankingach;
- 2) cele wyceny wynikające z okresowych potrzeb: restrukturyzacja działalności przedsiębiorstwa, zmiana struktury finansowania, pozyskiwanie efektywnych form inwestowania;
- 3) cele wynikające z przypadkowych potrzeb – są one w dużym stopniu uzależnione od specyfiki prowadzonej działalności gospodarczej, jednakże w praktyce najczęściej mamy do czynienia ze zdarzeniami typu: zmiana właściciela lub struktury własnościowej, bankructwo lub likwidacja przedsiębiorstwa, prywatyzacja firmy, transakcje fuzji i przejęć.

W literaturze przedmiotu w ujęciu krajowym wyszczególniane cele wyceny przedsiębiorstw są najczęściej zbliżone do klasyfikacji C. Helblinga, która wymienia cele związane z<sup>161</sup>:

- 1) transakcjami prowadzącymi do zmiany właściciela/właścicieli przedsiębiorstwa;
- 2) restrukturyzującą;
- 3) koncepcją zarządzania wartością przedsiębiorstwa;
- 4) prowadzeniem transakcji finansowych (m.in. formami finansowania kapitałem obcym);
- 5) prawem o spadkach i darowiznach oraz prawem rodzinnym;
- 6) wyceną do celów podatkowych;
- 7) wymiarem odszkodowań;
- 8) innymi.

Cele wyceny przedsiębiorstwa dotyczące przekształceń strukturalnych są zwykle związane ze zmianami własnościowymi (częściowo) i mogą obejmować

160 S. Kasiewicz, E. Mączyńska, *Metody wyceny bieżącej...*, s. 149.

161 R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, *Dochodowe koncepcje wyceny przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 64.

takie przesłanki, jak: fuzja, podział, likwidacja, przekazanie lub zwrot całości przedsiębiorstwa lub jego części w ramach umowy dzierżawy, wniesienie przedsiębiorstwa jako aportu do kapitału zakładowego spółki, a także przyjęcie nowych udziałowców<sup>162</sup>.

Konkludując, konkretna forma postępowania ma wpływ na dobór metody wyceny i na wartość badanego przedsiębiorstwa. Przy próbie ratowania przedsiębiorstwa zagrożonego upadłością, czyli dystresywnego, i utrzymania go (stabilna sytuacja finansowa) wskutek wprowadzenia procesów restrukturyzacyjnych jego wartość uzależniona jest od prawdopodobieństwa sukcesu wdrażanych działań naprawczych. Jednym z głównych czynników oddziałujących na sukces restrukturyzacji jest właściwy moment jej podjęcia, kiedy działania naprawcze zostały wprowadzone w miarę możliwości wcześniej, po pojawieniu się pierwszych symptomów kryzysu. Jednak gdy kryzys w przedsiębiorstwie przybiera na sile i zagraża kontynuacji działalności podmiotu, szanse restrukturyzacji są słabe. Biorąc pod uwagę źródła informacji determinujące dobór metody wyceny można wymienić: uregulowania formalnoprawne, uwarunkowania merytoryczne oraz rekomendacje praktyków sporządzających wycenę. Zgodnie ze stanowiskiem R. Borowieckiego: „niezależnie od formalnych wymagań [...] etyka osoby przeprowadzającej wycenę wskazuje na bezwzględną konieczność niepoprzestawania na minimalnych formalnoprawnych wymogach i potraktowania procesu wyceny przedsiębiorstwa w sposób szerszy, wykorzystujący bogaty wachlarz metod”<sup>163</sup>.

### 3.3. Uwarunkowania prawne oraz ekonomiczne wyceny przedsiębiorstw zagrożonych upadłością

Problemy finansowe przedsiębiorstwa, skutkujące jego niewypłacalnością, mogą być widocznym mechanizmem rozpoczynającym jego potencjalne ekonomiczne bankructwo, w następstwie którego może dojść do upadłości przedsiębiorstwa.

---

162 R. Pitera, M. Gnap, K. Jezierska, *Wycena przedsiębiorstw dystresywnych...*, s. 19.

163 R. Borowiecki, J. Czaja, A. Jaki, *Dochodowe koncepcje...*, s. 79.

Taką gradacją pojęć przyjmują również m.in. A. Adamska, P. Antonowicz, W. Nowara i K. Szarzec<sup>164</sup>.

Ogłoszenie upadłości w Polsce wywiera wiele określonych skutków prawnych, które regulują m.in. przepisy art. 18–63 ustawy – Prawo upadłościowe.

Upadły podmiot wydaje majątek syndykowi. Nadrzędnym zadaniem syndyka jest spieniężenie masy upadłości, ściągnięcie wierzytelności i doprowadzenie do zaspokojenia wierzycieli<sup>165</sup>. Bardzo ważna jest wycena przedsiębiorstwa, dlatego już na wstępie tego procesu pojawia się ryzyko błędnego zidentyfikowania przedmiotu i zakresu wyceny przedsiębiorstwa. Do celów wyceny przedsiębiorstwo powinno być definiowane w trzech aspektach, które zostały zaprezentowane w tabeli 7<sup>166</sup>.

**Tabela 7.** Charakterystyka wybranych znaczeń terminów *przedsiębiorstwo* i *majątek przedsiębiorstwa*

| Znaczenie terminów <i>przedsiębiorstwo</i> i <i>majątek przedsiębiorstwa</i> | Definicja   |
|--|---|
| Przedmiotowe   | Zorganizowany zespół składników niematerialnych i materialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej.                     |
| Podmiotowe   | Jednostka prowadząca działalność we własnym imieniu, uczestnicząca w obrocie gospodarczym, niezależnie od formy prawnej.                    |
| Funkcjonalne   | Wyraża się uczestnictwem w obrocie gospodarczym, aktywność podmiotu ma charakter ciągły, decyzje podporządkowane są celom przedsiębiorstwa. |

164 A. Adamska, *Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 1, s. 51; P. Antonowicz, *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, s. 103; W. Nowara, K. Szarzec, *Skutki procesów upadłościowych i układowych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2002*, [w:] A. Manikowski, A. Psyk (red.), *Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004, s. 393–399.

165 M. Allerhand, B. Kurzępa, *Prawo upadłościowe*, Bielsko-Biała 2001, s. 502–504; P. Kirczuk-Antończak, *Czynności syndyka w sprawach z zakresu prawa pracy*, „Praca i Zabezpieczenia Społeczne” 2001, nr 1, s. 13–15.

166 M. Habdas, *Przedsiębiorstwo jako przedmiot stosunków prawno-rzeczowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2007, s. 92–96.

| Znaczenie terminów przedsiębiorstwo i majątek przedsiębiorstwa | Definicja   |
|--|---|
| Zorganizowana część przedsiębiorstwa (ZCP)                     | Zespół odpowiednio dobranych składników niematerialnych i materialnych, niebędący przedsiębiorstwem w znaczeniu w art. 551 kodeksu cywilnego <sup>a</sup> , samodzielnych organizacyjnie. |
| Zespoły składników majątkowych                                 | Zespół wykorzystywanych do działalności składników niematerialnych i materialnych niewyodrębnionych organizacyjnie.   |
| Składniki majątku  | Poszczególne składniki majątku.   |

<sup>a</sup> Obwieszczenia Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 25 lipca 2025 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 1071).

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Biezuński, *Wycena nieruchomości przez rzeczoznawcę majątkowego a operat szacunkowy*, 2016, <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art3919571-wycena-nieruchomosci-przez-rzeczoznawce-majatkowego-a-operat-szacunkowy> (dostęp: 10.01.2026).

Wykorzystywane do wyceny przedsiębiorstwa definicje należy odnieść do metodyki wyceny. Jednym z układów klasyfikacyjnych dla metod wyceny przedsiębiorstw jest klasyfikacja zaproponowana przez M. Kufla, co przedstawia tabela 8<sup>167</sup>.

**Tabela 8.** Wybrane metody wyceny przedsiębiorstwa

| Metoda wyceny     | Założenia wyceny   |
|-------------------|--|
| Majątkowe         | Oparte na kosztach odtworzenia majątku                       |
| Dochodowe         | Oparte na wielkości dywidend, przepływów pieniężnych, zysków |
| Mieszane          | Wiążące wartość dochodową z majątkową                        |
| Niekonwencjonalne | Oparte na porównaniach rynkowych                             |

Źródło: M. Kufel, *Metody wyceny...*, s. 15.

Na wybór właściwej metody powinna wpływać sytuacja podmiotu gospodarczego oraz jego pozycja na rynku. W przypadku podmiotów cechujących się złą

<sup>167</sup> *Ibidem*.

sytuacją finansową, a nawet będących już w upadłości, zastosowanie podejścia dochodowego, czyli analizy zdolności do generowania nadwyżek finansowych, może budzić wątpliwości<sup>168</sup>. Wartość podmiotów może być ujemna, a kontynuacja prowadzenia działalności w celu generowania środków na spłatę wierzytelności i oparte na tym przepływy pieniężne mogą nie odzwierciedlać właściwej wartości przedsiębiorstwa. Podmioty te jednak dysponują materialnym, czasem też niematerialnym majątkiem, który stanowi źródło wartości<sup>169</sup>. Podejście majątkowe zakłada, że przedmiotem wyceny są poszczególne składniki majątku wycenianego, a nie zorganizowany zespół. Stąd wartość przedsiębiorstwa jest sumą wartości indywidualnych składników majątku. Nie są uwzględniane efekty synergiczne (czyli wynikające z posiadanych – związanych ze sposobem ich zorganizowania, sprawnością i efektywnością wykorzystania) możliwości generowania przez nie dochodu. W podejściu majątkowym z natury pomija się te składniki, które widnieją w bilansie, np. prawa z umów leasingowych.

Do metod wyceny w podejściu majątkowym zalicza się metody<sup>170</sup>:

- 1) księgową;
- 2) skorygowanych aktywów netto;
- 3) odtworzeniową;
- 4) likwidacyjną.

Zastosowanie metody likwidacyjnej w upadłości przedsiębiorstwa pozwala na oszacowanie wartości, jaką właściciel danego przedsiębiorstwa jest w stanie uzyskać po całkowitej likwidacji wycenianego podmiotu gospodarczego. Wartość likwidacyjną uzyskuje się po odjęciu od kwoty ze sprzedaży majątku kosztów związanych z likwidacją (np. demontaż i wywóz urządzeń, odprawy dla pracowników itd.) oraz pozostałych zobowiązań. Metoda ta pozwala na oszacowanie dolnego progu wartości przedsiębiorstwa przy założeniu, że działalność nie będzie kontynuowana. Warto zauważyć, że współcześnie wartość sprawnie

---

168H. Chłodnicka, *Wycena przedsiębiorstwa w upadłości a wartość godziwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Rachunkowość a Controlling” 2015, nr 399, s. 132.

169 Na podstawie operatu wyceny przedsiębiorstwa upadłego ustalono wartość majątku metodą dochodową DCF na 47 882 117,00 PLN, a metodą majątkową na 82 377 750,00 PLN – szerzej w: *ibidem*.

170 R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalna Szkoła Biznesu, Kraków 2003, s. 63–68.

zarządzanego przedsiębiorstwa w znacznie większym stopniu zależy od takich niematerialnych czynników, jak reputacja firmy (*goodwill*), pozycja zajmowana przez przedsiębiorstwo na rynku, kapitał ludzki, a przede wszystkim zdolność przedsiębiorstwa do generowania dodatnich przepływów pieniężnych<sup>171</sup>. Pomińnięcie tych czynników w wycenie metodami majątkowymi jest największą wadą tych metod. Pozostaje zatem kwestia, czy zgodnie z art. 29 ustawy o rachunkowości, który to określa, że: „Jeżeli założenie kontynuacji działalności, o którym mowa w art. 5 ust. 2 nie jest zasadne, to wycena aktywów jednostki następuje po cenach sprzedaży netto możliwych do uzyskania, nie wyższych od cen ich nabycia albo kosztów wytworzenia, pomniejszonych o dotychczasowe odpisy amortyzacyjne lub umorzeniowe, a także odpisy z tytułu trwałej utraty wartości. W takim przypadku jednostka jest również obowiązana utworzyć rezerwę na dodatkowe koszty i straty spowodowane zaniechaniem lub utratą zdolności do kontynuowania działalności”. Wycena zgodnie z powyższą definicją może zaniżyć wartość majątku ze szkodą dla upadłego. Mnogość metod możliwych do wykorzystania powoduje, że kluczowym faktem staje się zwrócenie uwagi na czynniki określające wybór właściwej techniki szacowania wartości. Właściwie dobrana metoda wyceny powinna być dopasowana do specyficznych cech przedsiębiorstwa, takich jak jego wielkość, sektor gospodarczy czy wyniki finansowe. Omawiając czynniki określające wybór odpowiedniej metody wyceny, D. Zarzecki dzieli je na<sup>172</sup>:

- 1) czynniki ogólne – cel wyceny, aktualny stan gospodarki i prognozy, stan rynku kapitałowego;
- 2) czynniki specyficzne – ilość oraz jakość dostępnych informacji o przedmiocie wyceny, stan oraz perspektywy sektora, w którym funkcjonuje wyceniane przedsiębiorstwo, sytuacja ekonomiczno-finansowa wycenianego podmiotu, przedmiot działalności gospodarczej oraz stopień jego zdywersyfikowania.

Pojęcia *upadłość* i *niewypłacalność* są w literaturze różnie pojmowane. Złożoność problematyki doprowadziła do powstania wielu podejść naukowych do tych terminów. Jednak skala dostępnych wyników badań nie potwierdza powszechnie obowiązującej, jednolitej definicji upadłości i niewypłacalności.

---

171 H. Chłodnicka, *Wycena przedsiębiorstwa...*, s. 133.

172 D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 59–62.

Zauważalny wśród badaczy jest wyraźny podział przyjmowania desygnatów pojęć *upadłość* i *niewypłacalność* ze względu na obszar badań<sup>173</sup>. Pojęcia utożsamia się albo ze sferą prawną, albo ze sferą ekonomiczną, co oznacza, że – w zależności od przyjętej perspektywy – różnie będą one definiowane.

Upadłość przedsiębiorstw jest traktowana jako naturalny regulator rynku. Jedne przedsiębiorstwa ogłaszają upadłość, kiedy kończą działalność gospodarczą, a inne wtedy dopiero ją rozpoczynają. Tę sytuację można określić jako naturalną rotację przedsiębiorstw funkcjonujących na określonym rynku. Nie należy jednak traktować aspektu upadłości przedsiębiorstw jako sytuacji pozytywnej, ponieważ jest to najgorszy wariant zakończenia działalności przedsiębiorstwa. Sytuację, w której uznaje się przedsiębiorstwo za upadłe, należałoby nakreślić w dwóch aspektach:

- 1) aspekcie ekonomicznym – brak możliwości kontynuacji samodzielnej działalności podmiotu, bez pomocy z zewnątrz<sup>174</sup>; do pomocy zewnętrznej (zależnej od innych podmiotów) można zaliczyć: przejęcie przedsiębiorstwa, przełożenie lub przedłużenie terminu spłaty długów, umorzenie ich części, pomoc ze strony państwa, współudział (dołączenie do przedsiębiorstwa inwestora z własnym wkładem w formie kapitału);
- 2) aspekcie prawnym – upadłość ustalana jest za pośrednictwem sądów, co łączy się z szeregiem procedur i wymagań<sup>175</sup>; można powiedzieć, że jest to specjalny rodzaj przymusu, który dąży do zaspokojenia w jak największym stopniu wiarygodności w sytuacji niewypłacalności dłużnika, ale także nadmierne go zadłużenia, które odnosi się do całego jego majątku<sup>176</sup>.

Należy bardzo mocno podkreślić, że każda upadłość z punktu widzenia prawa jest ekonomicznym bankructwem, jednak nie każde bankructwo ekonomiczne jest tożsame z upadłością w rozumieniu prawa<sup>177</sup>. W ramach teorii ekonomii można wyróżnić: problematykę upadłości w skali makroekonomicznej

173 G. Kamiński, A. Borys, *Upadłość i niewypłacalność jako pojęcia ekonomiczne i prawne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2022, z. 3, s. 54.

174 T. Korol, B. Prusak, *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009, s. 12.

175 S. Gurgul, *Prawo upadłościowe i naprawcze*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2000, s. 15.

176 *Ibidem*.

177 T. Korol, B. Prusak, *Upadłość...*, 2009, s. 12.

(niewypłacalność firmy, a w konsekwencji jej upadłość w relacji do poziomu koniunktury w gospodarce oraz niewypłacalności państwa) oraz problematykę upadłości w ujęciu mikroekonomicznym (analizę upadłości poszczególnych podmiotów gospodarczych oraz osób fizycznych nieprowadzących działalności gospodarczej). Z uwagi na złożoność pojęcia bardzo trudno jest określić wyraźny moment, od którego można mówić, że mamy do czynienia z upadłością w sensie ekonomicznym<sup>178</sup>. Upadłość ekonomiczną charakteryzować można przez pryzmat wielu czynników i mierników, chociażby takich jak brak płynności, deficytowość, przestarzała infrastruktura, brak zdolności do konkutowania, wskaźnik zaktualizowanej wartości netto (*NPV*), stopa zwrotu z aktywów (*ROA*)<sup>179</sup>. Trudno jest określić granicę pomiędzy ostatnią fazą kryzysu w przedsiębiorstwie a bankructwem, czego skutkiem jest wiele wyjaśniających to zjawisko koncepcji i teorii opisanych w literaturze. Upadłość ekonomiczną w przedsiębiorstwie można zdefiniować, odwołując się do miernika zaktualizowanej wartości netto (*NPV*). Metoda ta stanowi metodę dynamiczną, opartą na analizie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Wskaźnik *NPV* stanowi różnicę pomiędzy nakładami początkowymi (kosztami) a zdyskontowanymi przepływami pieniężnymi otrzymanymi właśnie z tych nakładów. Wykorzystując tę metodę, C. Wihlborg i S. Gangopadhyay wyróżnili dwa przypadki upadłości<sup>180</sup>:

- 1) upadłość spowodowaną czynnikami ekonomicznymi (*economic distress*), która występuje w sytuacji, gdy zaktualizowana wartość netto przepływów pieniężnych, jakie generuje przedsiębiorstwo, jest ujemna, co oznacza, że wartość wolnych przepływów pieniężnych oraz wartość resztowa (rezydualna) po zdyskontowaniu jest niższa niż obecna wartość rynkowa aktywów przedsiębiorstwa; w tym podejściu pominięta zostaje jednak zdolność przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań, a rozważania zostają ograniczone jedynie do zdolności operacyjnej przedsiębiorstwa<sup>181</sup>;

178 M. Matuszek, *Upadki polskich przedsiębiorców w latach 1990–2000. Wybrane problemy i wyniki badań prowadzonych w sądach gospodarczych*, [w:] B. Godziszewski, M. Haffer, M.J. Staniewicz (red.), *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Toruń 2001, s. 133.

179 G. Kamiński, A. Borys, *Upadłość...*, s. 55.

180 C. Wihlborg, S. Gangopadhyay, *Infrastructure requirements in the area of bankruptcy law*, „Brookings-Wharton Papers on Financial Services” 2001, s. 287.

181 B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005, s. 22.

2) upadłość spowodowaną czynnikami finansowymi (*financial distress*), która występuje, gdy co prawda zaktualizowana wartość netto przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie oraz wartość rezydualna są dodatnie, ale niewystarczające na spłatę zobowiązań<sup>182</sup>.

Z kolei S. Nahotko, pisząc o upadłości ekonomicznej, wyróżnia jej dwa ujęcia<sup>183</sup>:

- 1) dynamiczne, które odwołuje się do pogorszenia wskaźników finansowych przedsiębiorstwa; brakuje jednak wskazania konkretnych wartości wskaźników, po których przekroczeniu występuje upadłość, samo pogorszenie wskaźników może oznaczać jedynie kryzys, ale nie musi świadczyć o tym, że przedsiębiorstwo jest w stanie upadłości ekonomicznej;
- 2) statyczne, które pokrywa się z definicją niewypłacalności zawartą w ustawie – Prawo upadłościowe.

Z powyższych rozważań na temat upadłości ekonomicznej wynika, że jest ona ściśle powiązana z niewypłacalnością, która w wielu przypadkach stanowi podstawowe kryterium wystąpienia upadłości ekonomicznej. Niewypłacalność jako kategoria ekonomiczna definiowana jest między innymi jako trwała, czyli utrzymująca się przez dłuższy czas, nadwyżka strumienia odpływów nad strumieniem dopływów pieniężnych<sup>184</sup>. W ujęciu rachunkowym oznacza to, że zobowiązania krótkoterminowe przewyższają środki pieniężne oraz aktywa obrotowe. Upadłość z ekonomicznego punktu widzenia jest zjawiskiem pozytywnym, gdyż pozwala uwolnić kapitał nieprawidłowo zainwestowany, który może zostać ponownie zainwestowany i przyczynić się do wzrostu gospodarczego. Ponadto prawidłowo zdefiniowana niewypłacalność i przejrzyste procedury upadłościowe pozwalają na wyeliminowanie podmiotów niespełniających standardów rynkowych, w szczególności rzetelności i uczciwości<sup>185</sup>, dlatego tak istotne jest odwołanie się przy ocenie niewypłacalności danego podmiotu

182 C. Wihlborg, S. Gangopadhyay, *Infrastructure...*, s. 287.

183 S. Nahotko, *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością: podejście finansowe*, Wydawnictwo AJG, Bydgoszcz 2003, s. 43.

184 W. Szymański, *Globalizacyjne uwarunkowania siły i słabości przedsiębiorstw*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 37.

185 P. Filipiak, *Podstawy ogłoszenia upadłości*, [w:] A. Hrycaj, A. Jakubecki, A. Witosz (red.), *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, Warszawa 2016, s. 661.

do dorobku nauk ekonomicznych oraz wykorzystanie narzędzi ekonomicznych w analizie regulacji zawartej w przepisach ustawy – Prawo upadłościowe. W kontekście prawa upadłościowego A.J. Witosz pisze, że jest ono kluczowym elementem dziedziny prawa, którą można określić mianem prawa o niewypłacalności, zajmującej się skutkami prawnymi bankructwa oraz etapem poprzedzającym, w którym dopiero rodzi się zagrożenie tym stanem<sup>186</sup>. Przedmiotem regulacji jest stan faktyczny, w którym podstawowa zasada prawa (obowiązek wypełniania swoich obligacji) nie może być dłużej realizowana, a przynajmniej nie ma możliwości jej wykonania w całości i wobec wierzycieli. Jest to więc sytuacja, w której okoliczność niespełniania przez dłużnika zobowiązania zgodnie z jego treścią grozi utrwaleniem lub w którym już ono nastąpiło<sup>187</sup>. Egzekucja prowadzona przeciwko dłużnikowi przez jednego tylko wierzyciela (lub niektórych z nich) ma na celu zrealizowanie określonego roszczenia, ustalonego w tytule egzekucyjnym, przez zajęcie poszczególnych przedmiotów majątkowych dłużnika, co naraża wierzycieli, którzy nie mają tytułu egzekucyjnego, a zwłaszcza tych, których wierzytelności nie są jeszcze wymagalne, na utratę zaspokojenia<sup>188</sup>. Jak słusznie zauważa S. Gurgul, niebezpieczeństwu temu zapobiega instytucja upadłości, która wprawdzie jest również środkiem do zaspokojenia wierzycieli z majątku dłużnika w drodze przymusowej, ma jednak na celu wspólne i – według przeważającego stanowiska doktryny – równe zaspokojenie wszystkich wierzycieli (w gruncie rzeczy równe zaspokojenie wierzycieli odbywa się tylko w ramach poszczególnych kategorii wierzytelności), bez względu na to, czy uzyskali już oni tytuły egzekucyjne, a nawet czy ich wierzytelności są już wymagalne<sup>189</sup>. W aspekcie prawnym można mówić o czterech ujęciach upadłości, tj. o ujęciu procesowym, instytucjonalnym, sanacyjnym i restrykcyjnym<sup>190</sup>:

186 A.J. Witosz, *Pojęcia ogólne i zasady prawa upadłościowego*, [w:] A. Hrycaj, A. Jakubecki, A. Witosz (red.), *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2019, s. 658.

187 *Ibidem*, s. 651.

188 S. Gurgul, *Geneza, zasady i podstawowe instytucje prawa upadłościowego*, cz. 1, „Edukacja Prawnicza” 2014, z. 6, s. 29.

189 *Ibidem*.

190 W. Rogowski, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2015, nr 1(68), s. 42.

- 1) pozbawieniu osoby prowadzącej przedsiębiorstwo prawa zarządzania i dysponowania majątkiem na rzecz wyznaczonego przez sąd syndyka masy upadłościowej, którego celem jest przeprowadzenie postępowania zmierzającego do zaspokojenia roszczeń wszystkich wierzycieli upadłego przedsiębiorstwa (przeprowadzenie postępowania upadłościowego);
- 2) instytucji, która ma przerwać narastanie długów, łagodzić ich skutki i umożliwić wierzycielom równy udział w zaspokajaniu się z majątku dłużnika oraz eliminować z rynku słabe podmioty gospodarcze;
- 3) rodzaju przymusowego wykonania – upadłość jest szczególnym rodzajem przymusowego wykonania, dopuszczalnego w razie zaprzestania spłacania długów, a także w sytuacji, gdy majątek nie wystarcza na ich pokrycie, skierowanego do całego majątku dłużnika;
- 4) egzekucji – upadłość jest swoistą egzekucją (nazywaną egzekucją uniwersalną).

W Polsce obowiązują dwie ustawy regulujące postępowanie upadłościowe: ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne oraz ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo upadłościowe (pierwotnie: Prawo upadłościowe i naprawcze). Ustawa – Prawo restrukturyzacyjne weszła w życie na początku 2016 roku. W tym samym czasie znowelizowana została ustawa – Prawo upadłościowe i naprawcze. Od początku 2016 roku w Polsce funkcjonują dwie ustawy regulujące dwie procedury upadłościowe. W uproszczeniu można stwierdzić, że ustawa – Prawo restrukturyzacyjne wykorzystywana jest w procesie ratowania zadłużonego przedsiębiorstwa, a ustawa – Prawo upadłościowe do likwidacji przedsiębiorstwa, które jest niewypłacalne<sup>191</sup>. Wprowadzone zmiany miały na celu przede wszystkim ograniczyć piętnowanie przedsiębiorstw i przedsiębiorców będących w trudnej sytuacji finansowej jako tych, wobec których wszczęte zostało postępowanie upadłościowe. Dwie ustawy miały również za zadanie wyeliminować sytuację, w której przedsiębiorstwo będące w procesie upadłościowym naraża się na niebezpieczeństwo wdrożenia przez sąd postępowania

---

191 *Zmiany w prawie restrukturyzacyjnym i upadłościowym. Podsumowanie nowelizacji*, 2025, <https://www.profinfo.pl/blog/zmiany-w-prawie-restrukturyzacyjnym-i-upadlosciowym-podsumowanie-nowelizacji/> (dostęp: 15.12.2025); A. Hrycaj, *Cztery postępowania restrukturyzacyjne*, „Doradca Restrukturyzacyjny” 2015, nr 1, s. 4–15.

likwidacyjnego na skutek wniosku dłużnika, który żądał jednak restrukturyzacji w ramach upadłości układowej<sup>192</sup>.

Dodatkowo należy pamiętać, że proces upadłościowy częściowo regulowany jest przez przepisy ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny<sup>193</sup>. Ponadto 19 czerwca 2020 roku została wprowadzona tak zwana ustawa covidowa<sup>194</sup>, która pozwoliła na stosowanie uproszczonych postępowań obwieszczeniowych wyłącznie w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. Część przepisów tej ustawy (dotyczących możliwości ogłaszania upadłości – art. 15) obowiązywała do 30 listopada 2021 roku. Tak zwana ustawa covidowa miała charakter czasowy. Wprowadzony model miał wzmocnić efektywność postępowania. Miała na celu z jednej strony zwiększenie zakresu ochrony dłużnika, a z drugiej utrzymanie w znacznej mierze pozasądowego charakteru i przeniesienie ciężaru organizacyjnego na nadzorcę układu. Procedura ta sprawdziła się w praktyce i była bardzo szeroko wykorzystywana przez podmioty gospodarcze, a wręcz stała się dominującą formą postępowania restrukturyzacyjnego<sup>195</sup>.

W dniu 1 grudnia 2021 roku weszła natomiast w życie nowelizacja ustawy – Prawo restrukturyzacyjne<sup>196</sup> zmieniająca przepisy regulujące jedno z czterech postępowań restrukturyzacyjnych, a mianowicie postępowanie o zatwierdzenie układu, na którym uprzednio bazowało uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne. Na jej podstawie część rozwiązań uproszczonego postępowania restrukturyzacyjnego przeniesiona została na stałe do ustawy – Prawo restrukturyzacyjne. Zgodnie z nowelizacją postępowanie o zatwierdzenie układu zostało

192J. Horobiowski, *Efektywność procedur insolwencyjnych – refleksje na podstawie wyników badań aktów sądowych oraz próba nakreślenia perspektyw*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2016, nr 4, s. 98.

193Tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 1071.

194Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (tekst jedn. Dz.U. z 2022 r., poz. 2141).

195K. Tatara, M. Kaliński, Ł. Trela, *Uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne – wnioski po roku obowiązywania i postulaty na przyszłość*, [w:] K. Raczkowski (red.), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw. W poszukiwaniu wartości aktywów*, Wydawnictwo Naukowe UKSW, Warszawa 2023, s. 91.

196Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r., poz. 1090).

rozszerzone o mechanizmy znane z uproszczonego postępowania, takie jak możliwość objęcia układem wierzycieli zabezpieczonych rzeczowo oraz zawieszenie egzekucji. Wprowadzenie tych zmian miało na celu zwiększenie efektywności i dostępności procedur restrukturyzacyjnych dla przedsiębiorców<sup>197</sup>.

Podsumowując, upadłość jako kategoria prawna jest definiowana jako specjalny rodzaj przymusowego zaspokojenia wierzytelności, dopuszczalnego w razie niewypłacalności lub w razie nadmiernego zadłużenia dłużnika, i skierowanego do całego jego majątku<sup>198</sup>.

Upadłość w ujęciu prawnym utożsamiana jest z formalnym potwierdzeniem tego stanu przez wydanie przez sąd upadłościowy postanowienia o ogłoszeniu upadłości. Prawne ujęcie upadłości nie jest zgodne z ekonomicznym rozumieniem tego pojęcia. W celu zasygnalizowania różnic między pojęciami można wskazać na następujący przykład. Przedsiębiorstwo X nie reguluje swoich wymagalnych zobowiązań, nie posiada także żadnego majątku, wszystkie aktywa zostały przeznaczone na spłatę zadłużenia – mamy do czynienia z upadłością ekonomiczną, jednakże nie wystąpi tutaj upadłość w sensie prawnym, a ze względu na treść przepisu art. 13 ustawy – Prawo upadłościowe wniosek o ogłoszenie upadłości takiego przedsiębiorcy zostanie oddalony, ponieważ majątek przedsiębiorcy nie wystarczy na zaspokojenie kosztów postępowania (ubogość masy)<sup>199</sup>.

Literatura przedmiotu nie wskazuje, jaka metoda jest najlepsza do szacowania wartości w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo boryka się z różnego rodzaju problemami związanymi z prowadzeniem biznesu lub jest w procesie upadłościowym, nie można traktować jednego typu metod jako remedium do przeprowadzenia każdego rodzaju analizy finansowej. Każda z dostępnych metod ma swoje wady i zalety. Wybór metody zależy przede wszystkim od tego, jakim stopniem płynności charakteryzują się aktywa, które posiada dane przedsiębiorstwo, jakie wielkości przepływów pieniężnych są w stanie generować oraz jakiego typu unikatowe operacje gospodarcze są dzięki nim przeprowadzane. W praktyce stosuje się wszystkie rodzaje metod. Jednak niektóre z nich wymagają na przykład

---

197 Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy o Krajowym Rejestrze Zadłużonych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r., poz. 1080).

198 S. Gurgul, *Geneza...*, s. 30.

199 A. Damodaran, *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*, John Wiley and Sons, Hoboken 2012, s. 165.

specjalistycznych informacji, inne z kolei są preferowane przez pewien krąg osób zajmujących się wyceną, m.in. ze względu na specyfikę działalności przedsiębiorstwa. We wszystkich standardach wyceny przedsiębiorstw sugeruje się stosowanie metod opartych na podejściu dochodowym, porównawczym oraz podejściu odwołującym się do wartości samych aktywów.

### 3.4. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

Wycena przedsiębiorstwa stanowi jeden z kluczowych obszarów analizy finansowej oraz finansów przedsiębiorstw, znajdując zastosowanie zarówno w procesach decyzyjnych o charakterze inwestycyjnym, jak i w praktyce zarządczej, restrukturyzacyjnej oraz sądowej. Jej celem jest określenie wartości ekonomicznej podmiotu gospodarczego w określonym czasie i przy przyjętych założeniach, z uwzględnieniem specyfiki działalności, otoczenia rynkowego oraz dostępnych informacji finansowych i niefinansowych.

W literaturze przedmiotu podkreśla się, że wartość przedsiębiorstwa nie jest kategorią obiektywną i jednoznaczną, lecz zależy od przyjętej perspektywy wyceny, celu analizy oraz zastosowanej metodyki. Różne metody wyceny akcentują odmienne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa – od wartości posiadanych aktywów, przez zdolność do generowania przyszłych dochodów, aż po relacje rynkowe i porównania z innymi podmiotami gospodarczymi. W konsekwencji ten sam podmiot może zostać wyceniony na różne sposoby, a uzyskane wyniki mogą się istotnie różnić.

Z tego względu zasadne jest dokonanie systematycznej klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstw, pozwalającej na uporządkowanie dostępnych podejść oraz wskazanie ich podstaw teoretycznych, zakresu zastosowania i ograniczeń. Taki podział umożliwi nie tylko świadomy dobór metody adekwatnej do celu wyceny, lecz także właściwą interpretację uzyskanych rezultatów.

W dalszej części podrozdziału przedstawiono główne grupy metod wyceny przedsiębiorstw. Każda z nich została scharakteryzowana pod względem istoty, założeń oraz praktycznego zastosowania, co pozwala na kompleksowe ujęcie problematyki wyceny przedsiębiorstw.

Klasyfikując metody wyceny przedsiębiorstwa, można wyróżnić następujące grupy:

- 1) metody majątkowe (bilansowe);
- 2) metody dochodowe;
- 3) metody porównawcze (rynkowe);
- 4) metody mieszane (hybrydowe);
- 5) metody kosztowe;
- 6) metody opcyjne (*real options*);
- 7) metody likwidacyjne i szczególne.

Poniżej krótko przedstawiono poszczególne grupy metod, wyszczególniając metody zaliczane do tych grup, a także omówiono ich istotę.

### Metody majątkowe (bilansowe)

Istota: wartość przedsiębiorstwa określana jest na podstawie wartości posiadanych aktywów, pomniejszonych o zobowiązania. Metody te koncentrują się na przeszłości i stanie bieżącym przedsiębiorstwa.

Główne metody:

- 1) metoda wartości księgowej;
- 2) metoda skorygowanych aktywów netto (SAN);
- 3) metoda wartości odtworzeniowej;
- 4) metoda likwidacyjna;
- 5) metoda substancji majątkowej.

Zastosowanie:

- 1) przedsiębiorstwa kapitałochłonne;
- 2) spółki w kryzysie lub likwidacji;
- 3) sytuacje zabezpieczeniowe (np. dla wierzycieli).

Ograniczenia:

- 1) brak uwzględnienia potencjału rozwojowego;
- 2) pomijanie wartości niematerialnych (marka, *know-how*).

## Metody dochodowe

Istota: wartość przedsiębiorstwa wynika ze zdolności do generowania przyszłych dochodów lub przepływów pieniężnych. Są to metody najbardziej zgodne z teorią finansów.

Główne metody:

- 1) DCF (*discounted cash flow*):
  - FCFF (*free cash flow to firm*),
  - FCFE (*free cash flow to equity*);
- 2) metoda zdyskontowanych zysków;
- 3) metoda zdyskontowanych dywidend (DDM – *Dividend Discount Model*);
- 4) metoda EVA (*economic value added*);
- 5) metoda RCF (*residual cash flow*).

Zastosowanie:

- 1) przedsiębiorstwa kontynuujące działalność;
- 2) stabilne modele biznesowe;
- 3) wyceny inwestycyjne i transakcyjne.

Ograniczenia:

- 1) wysoka wrażliwość na założenia;
- 2) subiektywność prognoz.

## Metody porównawcze (rynkowe)

Istota: wartość przedsiębiorstwa określana jest na podstawie cen rynkowych porównywalnych spółek lub transakcji.

Główne metody:

- 1) metody mnożników rynkowych:
  - *P/E (Price to Earnings)*,
  - *EV/EBITDA (Enterprise Value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)*,
  - *EV/Sales (Enterprise Value to Sales)*,
  - *P/BV (Price to Book Value)*;
- 2) metoda porównywalnych transakcji (*precedent transactions*);
- 3) metoda porównania branżowego.

Zastosowanie:

- 1) spółki notowane;
- 2) wyceny IPO i M&A;
- 3) szybkie oszacowania wartości.

Ograniczenia:

- 1) trudność doboru porównań;
- 2) wpływ koniunktury giełdowej.

### Metody mieszane (hybrydowe)

Istota: łączą elementy metod majątkowych i dochodowych, zakładając, że wartość przedsiębiorstwa jest funkcją zarówno majątku, jak i zdolności dochodowej.

Główne metody:

- 1) metoda berlińska;
- 2) metoda szwajcarska;
- 3) metoda UEC (uporządkowanej ekonomicznej ceny);
- 4) metoda średniej ważonej (majątkowo-dochodowa).

Zastosowanie:

- 1) spółki nienotowane;
- 2) wyceny sądowe i podatkowe;
- 3) przedsiębiorstwa rodzinne.

Ograniczenia:

- 1) arbitralność wag;
- 2) mniejsza zgodność z teorią finansów.

### Metody kosztowe

Istota: wartość przedsiębiorstwa opiera się na kosztach jego stworzenia lub odtworzenia.

Główne metody:

- 1) metoda kosztu historycznego;
- 2) metoda kosztu zastąpienia;
- 3) metoda kosztu odtworzenia.

Zastosowanie:

- 1) nowe przedsiębiorstwa;
- 2) wyceny technologii i projektów innowacyjnych.

Ograniczenia:

- 1) brak odniesienia do zdolności dochodowej;
- 2) ograniczona przydatność rynkowa.

### Metody opcyjne (*real options*)

Istota: traktują przedsiębiorstwo lub projekt jako opcję realną, uwzględniając elastyczność decyzyjną i niepewność.

Główne metody:

- 1) model Blacka-Scholesa (adaptowany);
- 2) model dwumianowy;
- 3) metody symulacyjne (Monte Carlo).

Zastosowanie:

- 1) projekty innowacyjne;
- 2) sektory wysokiego ryzyka;
- 3) branże technologiczne.

Ograniczenia:

- 1) wysoki poziom złożoności;
- 2) trudność interpretacyjna.

### Metody likwidacyjne i szczególne

Istota: stosowane w sytuacjach braku kontynuacji działalności lub szczególnych uwarunkowań prawnych.

Główne metody:

- 1) metoda likwidacyjna netto;
- 2) metoda wartości wymuszonej sprzedaży;
- 3) metoda wartości dla wierzycieli.

Zastosowanie:

- 1) upadłość;
- 2) restrukturyzacja;
- 3) postępowania sądowe.

W tabeli 9 została przedstawiona w ujęciu syntetycznym klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstwa.

**Tabela 9.** Zestawienie metod wyceny przedsiębiorstwa – ujęcie syntetyczne

| Grupa metod  | Perspektywa            | Główne zastosowanie        |
|--------------|------------------------|----------------------------|
| Majątkowe    | Przeszość/stan bieżący | Likwidacja, zabezpieczenia |
| Dochodowe    | Przyszłość             | Inwestycje, M&A            |
| Porównawcze  | Rynek                  | IPO, benchmarking          |
| Mieszane     | Hybrydowa              | Spółki nienotowane         |
| Kosztowe     | Koszt                  | Start-upy                  |
| Opcyjne      | Elastyczność           | Innowacje                  |
| Likwidacyjne | Brak kontynuacji       | Upadłość                   |

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury.

W literaturze można odnaleźć wiele innych przykładów klasyfikacji metod wyceny. Przedstawiona powyżej klasyfikacja wydaje się najbardziej szczegółowym ujęciem poszczególnych metod – rozbiciem na wiele grup ze względu na różnice w metodach wyceny. Warto przytoczyć jeszcze jedną klasyfikację metod wyceny – nieco odmienną, ale również często spotykaną w literaturze przedmiotu. W tabeli 10 przedstawiona została szczegółowa klasyfikacja z opisem każdej grupy.

Tabela 10. Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw

| Grupa metod                                       | Opis  | Podtypy/przykłady   | Zalety  | Wady   | Zastosowania  |
|---|---|---|---|--|---|
| Metody majątkowe (oparte na aktywach firmy)       | Wycena opiera się na wartości majątku netto przedsiębiorstwa (aktywa minus zobowiązania). Pomija aspekt dochodowy, skupiając się na bilansie.       | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Metoda księgowa (wartość aktywów netto z bilansu).</li> <li>– Metoda skorygowanych aktywów netto (korekta wartości rynkowej).</li> <li>– Metoda likwidacyjna (wartość aktywów po sprzedaży minus koszty likwidacji).</li> <li>– Metoda odtworzeniowa (koszt odtworzenia aktywów).</li> </ul> | Proste w zastosowaniu, oparte na danych bilansowych; obiektywne dla firm z dużą bazą aktywów. | Ignorują przyszłe dochody i potencjał wzrostu; nie doceniają wartości niematerialnych (np. marki). | Firmy w likwidacji, branże kapitałochłonne (np. przemysł ciężki, nieruchomości).    |
| Metody dochodowe (oparte na przyszłych dochodach) | Wycena bazuje na prognozowanych przepływach pieniężnych lub zyskach, dyskontowanych do wartości bieżącej. Uwzględnia zdolność generowania dochodów. | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF).</li> <li>– Metoda kapitalizacji zysków (zyski pomnożone przez mnożnik).</li> <li>– Metoda dywidendowa (dla spółek dywidendowych).</li> </ul>  | Uwzględniają przyszły potencjał; elastyczne dla rosnących firm.                               | Wymagają dokładnych prognoz (ryzyko błędów); wrażliwe na założenia (stopa dyskontowa).             | Firmy ze stabilnymi dochodami, start-upy z prognozami wzrostu, wyceny inwestycyjne. |

| Grupa metod                                | Opis   | Podtypy/przykłady  | Zalety   | Wady  | Zastosowania  |
|--|--|--|--|---|---|
| Metody porównawcze (rynkowe, mnożnikowe)   | Porównanie firmy z podobnymi podmiotami notowanymi na rynku (np. giełda) za pomocą wskaźników. | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Mnożniki cenowe (<i>P/E, P/BV</i>).</li> <li>– Mnożniki wartości przedsiębiorstwa (<i>EV/EBITDA, EV/Sales</i>).</li> <li>– Metoda transakcyjna (porównanie z cenami transakcji).</li> </ul>   | Oparte na danych rynkowych; szybkie i rynkowo wiarygodne.          | Trudności w znalezieniu porównywalnych firm; wrażliwe na wahania rynku. | Spółki giełdowe, fuzje i przejęcia, wyceny branżowe.            |
| Metody mieszane (hybrydowe)                | Łączą elementy majątkowe i dochodowe, np. wartość aktywów plus nadwyżka zysków.                | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Metoda średniej ważonej (np. 50% majątkowa + 50% dochodowa).</li> <li>– Metoda <i>Economic Value Added</i> (EVA).</li> <li>– Metoda <i>goodwill</i> (wartość nadwyżki zysków).</li> </ul>     | Równoważą aspekty bilansowe i dochodowe; bardziej kompleksowe.     | Złożone w obliczeniach; subiektywne wagi.                               | Firmy z aktywami i dochodami, wyceny sądowe lub sporne.         |
| Metody niekonwencjonalne (specjalistyczne) | Stosowane w szczególnych przypadkach, np. dla firm innowacyjnych lub w warunkach niepewności.  | <ul style="list-style-type: none"> <li>– Metoda opcji realnych (wycena jak opcje finansowe).</li> <li>– Metoda <i>scorecard</i> (dla startupów).</li> <li>– Metody oparte na aktywach niematerialnych (np. marka, patenty).</li> </ul> | Elastyczne dla niestandardowych sytuacji; uwzględniają niepewność. | Złożone matematycznie; wymagają specjalistycznej wiedzy.                | Start-upy, firmy tech, wyceny w warunkach ryzyka (np. biotech). |

Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury.

Niezależnie od tego, jak zaklasyfikujemy metody wyceny przedsiębiorstwa, warto pamiętać, iż wybór metody może determinować ocenę przedsiębiorstwa. Często dokonując oceny przedsiębiorstwa, należy uwzględnić wiele jego cech, a także otoczenie, w którym funkcjonuje.

Metody wyceny przedsiębiorstw służą do określenia ich wartości ekonomicznej, co jest kluczowe w transakcjach sprzedaży, fuzjach, emisji akcji czy restrukturyzacjach. Na podstawie analizy literatury i praktyki finansowej metody te można podzielić na kilka głównych grup, uwzględniając ich podstawy teoretyczne, zalety, wady oraz przykłady zastosowań.

Nie istnieje jedna „najlepsza” metoda wyceny przedsiębiorstwa. **Wybór metody zależy od celu wyceny, dostępności danych, charakteru działalności oraz sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa.** W praktyce eksperckiej rekomenduje się stosowanie kilku metod równolegle oraz interpretację wyników w postaci przedziału wartości.

## 4. Empiryczna ocena przydatności metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych a ryzyko finansowe

---

Rozdział prezentuje wyniki przeprowadzonego badania nad możliwościami wykorzystania metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych. Należy podkreślić, iż w Polsce przedsiębiorstwa dystresywne nie mają ściśle zdefiniowanego statusu. Może to być barierą w zastosowaniu poszczególnych metod. Istotne jest też pytanie, czy dane przedsiębiorstwo powinno zostać uznane za dystresywne, czy jednak nie. To wszystko może powodować różne stanowiska odnośnie do poszczególnych podmiotów uznawanych za dystresywne.

### 4.1. Cele i metodyka badania

Badaniem objęto dziesięć przedsiębiorstw (przyjęto dla nich określenia: A–J), zróżnicowanych pod względem:

- 1) skali działalności;
- 2) struktury aktywów;
- 3) zdolności generowania przepływów pieniężnych;
- 4) poziomu ryzyka operacyjnego.

Charakterystyka ma na celu zapewnienie zróżnicowania próby badawczej, co pozwala ocenić zachowanie metod wyceny w różnych warunkach ekonomicznych.

**Tabela 11.** Charakterystyka przedsiębiorstw objętych badaniem

| Przedsiębiorstwo | Charakterystyka skrócona  |
|------------------|---|
| A                | Stabilne przedsiębiorstwo o zrównoważonej strukturze majątkowo-dochodowej |
| B                | Średnia spółka o umiarkowanym wzroście i stabilnych przepływach           |

| Przedsiębiorstwo | Charakterystyka skrócona  |
|------------------|---|
| C                | Spółka rozwojowa o wysokiej rentowności i niskiej kapitałochłonności      |
| D                | Przedsiębiorstwo kapitałochłonne o niskiej efektywności                   |
| E                | Dynamicznie rozwijająca się spółka o silnym potencjale wzrostu            |
| F                | Podmiot o znacznym majątku, lecz słabej zdolności dochodowej              |
| G                | Dojrzałe przedsiębiorstwo o stabilnym modelu biznesowym                   |
| H                | Spółka oparta głównie na kapitale niematerialnym                          |
| I                | Duże przedsiębiorstwo o bardzo wysokiej zdolności generowania FCF         |
| J                | Przedsiębiorstwo o niskiej rentowności i wysokim udziale aktywów trwałych |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Selekcja przedsiębiorstw nastąpiła po uwzględnieniu ich sytuacji finansowej. Starano się dobrać przedsiębiorstwa, które działają na rynku i nie ogłosiły upadłości, ani nie toczy się wobec nich takie postępowanie (nie został złożony wniosek o upadłość do sądu rejonowego). Kolejnym etapem była ocena ich sytuacji finansowej. W tym celu wykorzystano klasyczną analizę wskaźnikową. W ocenie wykorzystano czternaście wskaźników finansowych z czterech grup, mianowicie:

- 1) płynności finansowej;
- 2) rentowności;
- 3) struktury finansowej;
- 4) sprawności działania.

Co warto podkreślić, konstrukcje wskaźników finansowych były zbieżne z publikowanymi przez Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, uwzględniając wartości średnie, minimalne i maksymalne dla branży. Pozwoliło to na ocenę pozycji badanych podmiotów na tle sektora.

**Tabela 12.** Konstrukcje sektorowych wskaźników finansowych

| Symbol | Nazwa  | Sposób obliczania   |
|--------|--|---|
| W1     | Rentowność operacyjna aktywów  | $[\text{wynik z działalności operacyjnej} \times 100] / \text{średnioroczny stan aktywów ogółem}$   |
| W2     | Rentowność kapitału własnego   | $[\text{wynik netto} \times 100] / \text{średnioroczny stan kapitału (funduszu) własnego}$  |
| W3     | Rentowność netto   | $[\text{wynik netto} \times 100] / \text{przychody ogółem}$   |
| W4     | Rentowność sprzedaży   | $[\text{wynik ze sprzedaży} \times 100] / \text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}$  |
| W5     | Rentowność ekonomiczna sprzedaży   | $[(\text{wynik z działalności operacyjnej} + \text{amortyzacja}) \times 100] / \text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów} + \text{pozostałe przychody operacyjne}$   |
| W6     | Płynność bieżąca   | aktywa obrotowe ogółem (bez należności z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 mies.) / zobowiązania krótkoterminowe (bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 mies.)   |
| W7     | Płynność szybka  | $[\text{aktywa obrotowe ogółem (bez należności z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 mies.)} - \text{zapasy} - \text{krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe}] / \text{zobowiązania krótkoterminowe (bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 mies.)}$ |
| W8     | Płynność gotówkowa   | inwestycje krótkoterminowe / zobowiązania krótkoterminowe (bez zobowiązań z tytułu dostaw i usług o okresie wymagalności powyżej 12 mies.)  |
| W9     | Spływ należności   | $[\text{średnioroczny stan ogółu należności z tytułu dostaw i usług} \times 365] / \text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}$   |
| W10    | Spłata zobowiązań  | $[\text{średnioroczny stan ogółu zobowiązań z tytułu dostaw i usług} \times 365] / \text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}$   |
| W11    | Szybkość obrotu zapasów  | $[\text{średnioroczny stan zapasów} \times 365] / \text{przychody netto ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów}$  |
| W12    | Pokrycie aktywów trwałych kapitałem własnym i rezerwami długoterminowymi | $[\text{kapitał (fundusz) własny} + \text{rezerwy długoterminowe}] / \text{aktywa trwałe} + \text{należności z tytułu dostaw i usług o okresie spłaty powyżej 12 mies.}$  |

| Symbol | Nazwa                           | Sposób obliczania  |
|--------|---------------------------------|--|
| W13    | Trwałość struktury finansowania | [kapitał (fundusz) własny + rezerwy długoterminowe + zobowiązania długoterminowe (łącznie ze zobowiązaniami z tytułu dostaw i usług powyżej 12 mies.)] / aktywa ogółem |
| W14    | Ogólne zadłużenie               | [zobowiązania i rezerwy na zobowiązania $\times$ 100] / aktywa ogółem  |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Sektorowe wskaźniki finansowe, 2020–2023*, <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe> (dostęp: 26.11.2025).

Kolejnym etapem badania było zastosowanie modeli wczesnego ostrzegania przed upadłością. W tym celu wykorzystano następujące modele: A. Hołdy, poznański (M. Hamrola), S. Hermana, M. Potocznej i O. Wiśniewskiej oraz model krakowski. Tabela 13 przedstawia krótką charakterystykę modeli wczesnego ostrzegania.

Tabela 13. Modele wczesnego ostrzegania wykorzystane w badaniu

| Autor/nazwa modelu          | Rodzaj modelu   | Rok powstania | Postać modelu   |
|-----------------------------|-----------------|---------------|---|
| A. Hołda                    | Dyskryminacyjny | 2001          | $Z_{AH} = 0,605 + 0,681W_1 - 0,0196W_2 + 0,00969W_3 + 0,000672W_4 + 0,157W_5$ |
| Poznański                   | Dyskryminacyjny | 2004          | $Z = -2,368 + 3,562W_1 + 1,588W_2 + 4,288W_3 + 6,719W_4$                      |
| S. Herman                   | Dyskryminacyjny | 2017          | $Z = 1,293W_1 + 4,169W_2 - 0,432W_3 + 0,696W_4 + 0,322W_5 + 0,342$            |
| M. Potoczna i O. Wiśniewska | Logitowy        | 2013          | $Z = -0,5390W_1 - 0,1581W_2 + 0,0633W_3 - 0,1529W_4$                          |
| Krakowski                   | Logitowy        | 2014          | $Z = 1,8252 - 5,0364W_1 - 0,8671W_2 + 2,9880W_3 - 5,4101W_4$                  |

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Hołda, *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310; M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6, s. 35–39, <https://doi.org/10.33141/po.2004.06.09>; M. Potoczna, O. Wiśniewska, *Zastosowanie analizy dyskryminacyjnej oraz modelu logitowego do prognozowania upadłości polskich przedsiębiorstw*, [w:] S. Wawak (red.), *Metody i techniki diagnostyczne w doskonaleniu organizacji*, Mfiles.pl, Kraków 2013, s. 39–47; M. Baryła, *Analiza porównawcza podstawowych modeli prognozowania bankructwa na przykładzie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego w Polsce*, [w:] J. Pocięcha, B. Pawełek,

M. Baryła, S. Augustyn (red.), *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się koniunkturze gospodarczej*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 101–134.; S. Herman, *Specyfika branżowa spółek akcyjnych w Polsce a prognozowanie ich upadłości*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2017, nr 11(971), s. 41–59, <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0971.1103>).

Zastosowanie dwóch podejść analitycznych umożliwiło kompleksową ocenę stabilności finansowej badanych podmiotów oraz identyfikację potencjalnych zagrożeń w warunkach zwiększonej niepewności makroekonomicznej. Po przeprowadzonej analizie wyselekcjonowano dziesięć przedsiębiorstw, których wartości wskaźników finansowych w dwóch ostatnich latach klasyfikowały się poniżej średniej branżowej, a co najmniej trzy z pięciu modeli wczesnego ostrzegania wskazały na zagrożenie kontynuacji działalności w przyszłości. Wyselekcjonowane przedsiębiorstwa uznano za dystresyjne i objęto dalszą analizą.

Celem głównym badania była ocena oddziaływania zastosowanej metody wyceny na poziom oszacowanej wartości kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Cele szczegółowe, jakie zostały przyjęte, to:

- 1) prezentacja kluczowych problemów ekonomicznych przedsiębiorstw;
- 2) analiza specyfiki ryzyka w przedsiębiorstwach na podstawie źródeł danych finansowych;
- 3) identyfikacja ograniczeń klasycznych metod wyceny w warunkach ryzyka upadłości;
- 4) porównanie wyników wyceny uzyskanych metodami dochodową, majątkową i mieszaną;
- 5) identyfikacja skali rozbieżności pomiędzy metodami wyceny;
- 6) ocena przydatności metody mieszanej jako narzędzia porównawczego;
- 7) określenie typów przedsiębiorstw najbardziej wrażliwych na wybór metody;
- 8) analiza możliwości wykorzystania wyników do rankingu przedsiębiorstw.

Nawiązując do postawionych celów, zostały sformułowane następujące hipotezy badawcze:

**H1:** Klasyczne metody dochodowe (np. DCF) charakteryzują się ograniczoną przydatnością w wycenie przedsiębiorstw dystresyjnych ze względu na wysoką niepewność prognoz przepływów pieniężnych i trudności w szacowaniu stopy dyskontowej.

**H2:** Łączenie różnych metod wyceny (podejście hybrydowe) pozwala na lepsze odzwierciedlenie poziomu ryzyka finansowego przedsiębiorstwa dystresywnego niż stosowanie pojedynczej metody wyceny.

**H3:** Wycena przedsiębiorstw dystresywnych stanowi istotne narzędzie wspomagające decyzje restrukturyzacyjne oraz ograniczające ryzyko błędnych decyzji zarządczych.

W dalszej części przedstawiono najważniejsze wyniki, a także wnioski z przeprowadzonego badania.

## 4.2. Ocena przydatności metod wyceny przedsiębiorstw dystresywnych – wyniki badań

W podrozdziale zaprezentowano wyliczenia dla jednego z przedsiębiorstw. Jest to przedsiębiorstwo produkcyjno-usługowe. Natomiast wyniki dla kolejnych przedsiębiorstw, które zostały poddane analizie, zostaną zaprezentowane w ujęciu syntetycznym (ze względu na liczne dane).

### **Charakterystyka wycenianej spółki:**

- 1) spółka nienotowana, działająca od wielu lat;
- 2) stabilne przychody, umiarkowany wzrost;
- 3) brak istotnych problemów płynnościowych;
- 4) finansowanie: kapitał własny + dług oprocentowany;
- 5) spółka generuje dodatnie wolne przepływy pieniężne;
- 6) brak planów restrukturyzacji lub likwidacji.

**Tabela 14.** Podstawowe dane finansowe badanego przedsiębiorstwa w roku bazowym

| Pozycja                      | Wartość (PLN) |
|------------------------------|---------------|
| Przychody                    | 50 000 000    |
| <i>EBITDA</i>                | 8 000 000     |
| <i>EBIT</i>                  | 6 000 000     |
| Zysk netto                   | 4 200 000     |
| Amortyzacja                  | 2 000 000     |
| Nakłady inwestycyjne (CAPEX) | 2 500 000     |
| Zmiana kapitału obrotowego   | 500 000       |
| Dług oprocentowany           | 12 000 000    |
| Środki pieniężne             | 3 000 000     |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Stawka podatku CIT: 19%.

### Wycena metodą dochodową (DCF – FCFF)

#### Założenia do prognozy

1. Okres prognozy: 5 lat
2. Tempo wzrostu przychodów: 5% rocznie
3. Marża *EBIT*: stała
4. Amortyzacja: proporcjonalna do wzrostu
5. CAPEX  $\approx$  amortyzacja + niewielki wzrost
6. Zmiana kapitału obrotowego: 1% przychodów
7. WACC = 9%
8. Stopa wzrostu w okresie rezydualnym (*g*): 2,5%

#### Prognoza FCFF

Wzór:

$$FCFF = EBIT(1 - t) + \text{amortyzacja} - CAPEX - \Delta NWC$$

## Rok 1

1.  $EBIT_1 = 6\,000\,000 \times 1,05 = 6\,300\,000$
2.  $EBIT(1-t) = 6\,300\,000 \times 0,81 = 5\,103\,000$
3. Amortyzacja = 2 100 000
4. CAPEX = 2 600 000
5.  $\Delta NWC = 500\,000$

$$FCFF_1 = 5\,103\,000 + 2\,100\,000 - 2\,600\,000 - 500\,000 = 4\,103\,000$$

Analogicznie wyliczono kolejne lata.

**Tabela 15.** Wartość *FCFF* dla kolejnych okresów

| Rok | <i>FCFF</i> (PLN) |
|-----|-------------------|
| 1   | 4 103 000         |
| 2   | 4 308 000         |
| 3   | 4 523 000         |
| 4   | 4 749 000         |
| 5   | 4 986 000         |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Wartość rezydualna:

$$TV = \frac{FCFF_5 \times (1 + g)}{WACC - g},$$

$$TV = \frac{4\,986\,000 \times 1,025}{0,09 - 0,025} = 78\,610\,000.$$

**Dyskontowanie:** Współczynniki dyskonta ustalone zostały dla stawki 9%.

**Tabela 16.** Współczynniki dyskonta (9%)

| Rok | DF    |
|-----|-------|
| 1   | 0,917 |
| 2   | 0,842 |
| 3   | 0,772 |
| 4   | 0,708 |
| 5   | 0,650 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

**Wartość bieżąca FCF:**

1.  $\Sigma PV(FCFF) = 16\ 890\ 000$
2.  $PV(TV) = 78\ 610\ 000 \times 0,650 = 51\ 097\ 000$

**Enterprise Value (EV):**

$$EV = 16\ 890\ 000 + 51\ 097\ 000 = 67\ 987\ 000.$$

**Equity Value:**

$$Equity = EV - \text{dług} + \text{gotówka},$$

$$Equity = 67\ 987\ 000 - 12\ 000\ 000 + 3\ 000\ 000 = \boxed{58\ 987\ 000\ \text{PLN}}.$$

**Wycena metodą majątkową (skorygowane aktywa netto)**

**Tabela 17.** Wybrane pozycje bilansowe badanego przedsiębiorstwa

| Pozycja             | Wartość (PLN)     |
|---------------------|-------------------|
| Aktywa trwałe       | 30 000 000        |
| Aktywa obrotowe     | 20 000 000        |
| <b>Aktywa razem</b> | <b>50 000 000</b> |
| Kapitał własny      | 28 000 000        |
| Zobowiązania        | 22 000 000        |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

**Korekty rynkowe:**

1. Nieruchomości: +5 000 000
2. Maszyny (rynkowo): +2 000 000
3. Zapasy przeszacowane: -1 000 000
4. Rezerwy ukryte: -1 000 000

**Skorygowane aktywa netto:**

$$50\,000\,000 + 5\,000\,000 + 2\,000\,000 - 1\,000\,000 - 1\,000\,000 = 55\,000\,000.$$

**Wartość kapitału własnego (metoda majątkowa):**

$$\boxed{55\,000\,000 \text{ PLN}}$$

**Metoda mieszana (majątkowo-dochodowa)**

Najczęściej stosowana w praktyce dla spółek nienotowanych.

**Założenie wag**

1. Metoda dochodowa: **60%**
2. Metoda majątkowa: **40%**

**Obliczenie**

$$W = 0,6 \times 58\,987\,000 + 0,4 \times 55\,000\,000,$$

$$W = 35\,392\,200 + 22\,000\,000 = \boxed{57\,392\,200 \text{ PLN}}.$$

W tabeli 18 zamieszczone zostały wyliczone wartości kapitału własnego według metod dochodowej, majątkowej oraz mieszanej.

**Tabela 18.** Zestawienie wyników według różnych metod wyceny

| Metoda          | Wartość kapitału własnego (PLN) |
|-----------------|---------------------------------|
| Dochodowa (DCF) | 58 987 000                      |
| Majątkowa       | 55 000 000                      |
| Mieszana        | 57 392 200                      |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

### Analiza wrażliwości wyceny (*sensitivity analysis*)

Analiza wrażliwości pokazuje, **jak zmienia się wartość przedsiębiorstwa przy zmianie kluczowych założeń**, które mają charakter subiektywny i są najczęściej kwestionowane przez recenzentów:

- 1) stopa dyskontowa **WACC**;
- 2) stopa wzrostu w okresie rezydualnym **g**.

Analiza została przeprowadzona dla **wartości kapitału własnego (*Equity Value*)**.

### Wrażliwość na zmianę WACC

#### Założenia:

- 1)  $g = 2,5\%$  (stałe)
- 2) WACC w przedziale: **8–10%**

W tabeli 19 przedstawiono wyliczenia dla analizy wrażliwości wynikającej ze zmiany średnioważonego kosztu kapitału.

**Tabela 19.** Wyniki analizy wrażliwości na zmianę WACC

| WACC                 | Equity Value (mln PLN) | Zmiana vs. bazowa |
|----------------------|------------------------|-------------------|
| 8,0%                 | 70,6                   | +19,7%            |
| 8,5%                 | 64,3                   | +9,0%             |
| <b>9,0% (bazowa)</b> | <b>59,0</b>            | 0,0%              |
| 9,5%                 | 54,3                   | -8,0%             |
| 10,0%                | 50,2                   | -14,9%            |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

### Interpretacja:

- 1) wzrost WACC o 1 p.p. obniża wycenę o około 15–20%;
- 2) potwierdza to wysoką wrażliwość DCF na koszt kapitału;
- 3) nawet niewielkie różnice w ocenie ryzyka istotnie wpływają na wynik.

### Wrażliwość na stopę wzrostu w okresie rezydualnym ( $g$ )

#### Założenia:

- 1) WACC = 9% (stałe);
- 2)  $g$  w przedziale: 1,5–3,5%.

Wyniki analizy wrażliwości na stopę wzrostu w okresie rezydualnym prezentuje tabela 20.

**Tabela 20.** Wartości EV uwzględniające zmianę stopy wzrostu ( $g$ )

| $g$                  | Equity Value (mln PLN) | Zmiana vs. bazowa |
|----------------------|------------------------|-------------------|
| 1,5%                 | 51,2                   | -13,2%            |
| 2,0%                 | 55,0                   | -6,8%             |
| <b>2,5% (bazowa)</b> | <b>59,0</b>            | 0,0%              |
| 3,0%                 | 63,6                   | +7,8%             |
| 3,5%                 | 69,1                   | +17,1%            |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

**Interpretacja:**

- 1) stopa  $g$  ma **silny wpływ**, ponieważ determinuje wartość rezydualną;
- 2) zbyt wysoka stopa  $g$  może prowadzić do **przeszacowania wyceny**;
- 3) w praktyce stopa  $g$  powinna:
  - być niższa od WACC,
  - nie przekraczać długoterminowego wzrostu PKB.
 Macierz wrażliwości obliczana jest jako iloczyn:  $WACC \times g$ .

**Tabela 21.** Wartości kapitału własnego (mln PLN)

| $g / WACC$ | 8,5% | 9,0% | 9,5% |
|------------|------|------|------|
| 2,0%       | 60,1 | 55,0 | 50,7 |
| 2,5%       | 64,3 | 59,0 | 54,3 |
| 3,0%       | 69,5 | 63,6 | 58,2 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

**Wnioski:**

- 1) **najbardziej realistyczny przedział wyceny:** 54–64 mln PLN;
- 2) wartość bazowa (59 mln PLN) znajduje się w **centrum przedziału**;
- 3) zwiększa to wiarygodność przyjętych założeń.

**Znaczenie analizy wrażliwości:**

- 1) analiza wrażliwości:
  - **nie jest dodatkiem**, lecz integralną częścią wyceny,
  - pokazuje zakres niepewności wyniku,
  - pozwala bronić wyceny przed zarzutem arbitralności;
- 2) uzyskany przedział wartości:
  - jest relatywnie wąski,
  - wskazuje na **stabilny model biznesowy**,
  - potwierdza spójność danych finansowych.

## Ostateczna ocena wartości przedsiębiorstwa

Biorąc pod uwagę wyniki trzech metod, analizę wrażliwości, charakter działalności spółki oraz stabilność przepływów pieniężnych, **najbardziej uzasadniona ekonomicznie wartość kapitału własnego** mieści się w przedziale:

55–60 mln PLN].

Za **wartość rekomendowaną** (punktową) można przyjąć wynik metody mieszanej:

57,4 mln PLN].

W tabeli 22 przedstawiono zestawienie dziesięciu badanych przedsiębiorstw zróżnicowanych pod względem modelu biznesowego, majątku i zdolności dochodowej (oznaczenia A–J). Wycenę przeprowadzono trzema różnymi metodami.

**Tabela 22.** Zestawienie przedsiębiorstw według różnych metod (w mln PLN)

| Przedsiębiorstwo | Metoda dochodowa (DCF) | Metoda majątkowa (SAN) | Metoda mieszana |
|------------------|------------------------|------------------------|-----------------|
| A                | 59,0                   | 55,0                   | 57,4            |
| B                | 42,5                   | 38,0                   | 40,7            |
| C                | 81,0                   | 62,0                   | 73,4            |
| D                | 27,0                   | 31,5                   | 28,8            |
| E                | 95,0                   | 70,0                   | 85,0            |
| F                | 18,5                   | 25,0                   | 21,1            |
| G                | 63,0                   | 60,0                   | 61,8            |
| H                | 34,0                   | 20,0                   | 28,4            |
| I                | 120,0                  | 85,0                   | 106,0           |
| J                | 22,0                   | 40,0                   | 29,2            |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

## Ocena zastosowanych metod

### 1. Metoda dochodowa (DCF):

- najlepiej odzwierciedla zdolność spółki do generowania wartości w przyszłości;
- silnie zależna od założeń (WACC, g, tempo wzrostu);
- najbardziej wrażliwa, ale jednocześnie najbardziej „ekonomiczna”.

### 2. Metoda majątkowa:

- pokazuje wartość odtworzeniową i zabezpieczenie majątkowe;
- nie uwzględnia potencjału rozwojowego;
- stanowi dolną granicę wyceny.

### 3. Metoda mieszana:

- kompromis między przeszłością (aktywa) a przyszłością (dochody);
- szczególnie użyteczna dla spółek nienotowanych;
- często akceptowana przez biegłych rewidentów i sądy.

Analizowane przedsiębiorstwa zostały uszeregowane według oszacowanej wartości. Przyjęto podejście mieszane.

**Tabela 23.** Klasyfikacja przedsiębiorstw według wartości – metoda mieszana

| Pozycja | Przedsiębiorstwo | Wartość (w mln PLN) |
|---------|------------------|---------------------|
| 1       | I                | 106,0               |
| 2       | E                | 85,0                |
| 3       | C                | 73,4                |
| 4       | G                | 61,8                |
| 5       | A                | 57,4                |
| 6       | B                | 40,7                |
| 7       | H                | 28,4                |
| 8       | J                | 29,2                |
| 9       | D                | 28,8                |
| 10      | F                | 21,1                |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Ranking oparty na metodzie mieszanej minimalizuje skrajności wynikające z jednostronnego podejścia i umożliwia **porównywalność między przedsiębiorstwami o różnej strukturze ekonomicznej**.

Tabela 24 przedstawia rozpiętości z przyjętych metod wycen.

**Tabela 24.** Rozpiętość wyceny badanych przedsiębiorstw według różnych metod (max – min)

| Przedsiębiorstwo | Max (mln PLN) | Min (mln PLN) | Rozpiętość |
|------------------|---------------|---------------|------------|
| A                | 59,0          | 55,0          | 4,0        |
| B                | 42,5          | 38,0          | 4,5        |
| C                | 81,0          | 62,0          | 19,0       |
| D                | 31,5          | 27,0          | 4,5        |
| E                | 95,0          | 70,0          | 25,0       |
| F                | 25,0          | 18,5          | 6,5        |
| G                | 63,0          | 60,0          | 3,0        |
| H                | 34,0          | 20,0          | 14,0       |
| I                | 120,0         | 85,0          | 35,0       |
| J                | 40,0          | 22,0          | 18,0       |

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

#### **Największe rozpiętości (I, E, C):**

- 1) dominacja potencjału dochodowego;
- 2) silna wrażliwość na założenia DCF;
- 3) istotna rola wartości niematerialnych.

#### **Najmniejsze rozpiętości (G, A, B):**

- 1) stabilny model biznesowy;
- 2) zbieżność perspektywy majątkowej i dochodowej;
- 3) niskie ryzyko interpretacyjne.

### 4.3. Wnioski z przeprowadzonego badania

Zestawienie wyników pokazuje **istotne zróżnicowanie wycen** pomiędzy poszczególnymi metodami, co potwierdza tezę, że **wartość przedsiębiorstwa jest funkcją przyjętej perspektywy wyceny**, a nie jedną obiektywną wielkością.

W większości przypadków:

- 1) metoda dochodowa daje **wyższe wartości** niż metoda majątkowa;
- 2) metoda mieszana lokuje się **pośrodku** oboma skrajnymi wycenami;
- 3) rozbieżności są szczególnie widoczne przy spółkach:
  - intensywnie się rozwijających,
  - opartych na kapitale niematerialnym,
  - lub przeciwnie – kapitałochłonnych, ale niskodochodowych.

**Przedsiębiorstwa o przewadze metody dochodowej to przedsiębiorstwa**

C, E, I, H.

**Charakterystyka:**

- 1) wysoka zdolność generowania przyszłych przepływów pieniężnych;
- 2) relatywnie niższa baza majątkowa;
- 3) duży udział wartości niematerialnych (marka, relacje, *know-how*).

**Dla przykładu przedsiębiorstwo I:**

- 1) DCF: 120 mln PLN;
- 2) SAN: 85 mln PLN → różnica 35 mln PLN wskazuje na **silny potencjał dochodowy**, który nie jest odzwierciedlony w bilansie.

**Wniosek:** Metoda majątkowa **nie doszacowuje** wartość takich przedsiębiorstw, dlatego kluczowe znaczenie ma podejście dochodowe.

**Przedsiębiorstwa o przewadze metody majątkowej to przedsiębiorstwa**

D, F, J.

**Charakterystyka:**

- 1) znaczący majątek trwały;
- 2) niska rentowność lub niestabilne przepływy;
- 3) ograniczony potencjał wzrostu.

**Przykładem podmiotu o przewadze majątkowej jest przedsiębiorstwo J:**

- 1) DCF: 22 mln PLN;
- 2) SAN: 40 mln PLN.

Tak duża różnica sugeruje:

- 1) niską efektywność wykorzystania aktywów;
- 2) ryzyko operacyjne;
- 3) potencjalne problemy strukturalne.

**Wniosek:** W takich przypadkach metoda dochodowa pełni funkcję ostrzeżenia, a majątkowa wyznacza dolny poziom bezpieczeństwa.

**Przedsiębiorstwa o zbliżonych wynikach metod to przedsiębiorstwa A, B, G.**

**Charakterystyka:**

- 1) stabilna sytuacja finansowa;
- 2) umiarkowany wzrost;
- 3) zrównoważona struktura aktywów i dochodów.

**Przykładem jest przedsiębiorstwo G:**

- 1) DCF: 63 mln PLN;
- 2) SAN: 60 mln PLN.

**Wniosek:** Zbieżność wyników: zwiększa wiarygodność wyceny, świadczy o dojrzałym modelu biznesowym, sugeruje niską wrażliwość na zmianę założeń.

**Rola metody mieszanej w ocenie porównawczej**

Metoda mieszana:

- 1) łągodzi skrajności obu podejść;
- 2) redukuje wpływ subiektywnych założeń DCF;
- 3) jest szczególnie użyteczna w:
  - wycenach spółek nienotowanych,
  - analizach porównawczych,
  - postępowaniach sądowych i podatkowych.

W analizowanej próbie przedsiębiorstw:

- 1) metoda mieszana najlepiej nadaje się do rankingu przedsiębiorstw;
- 2) pozwala zachować spójność porównań między podmiotami.

**Wnioski końcowe:**

1. **Wybór metody istotnie wpływa na wynik wyceny** – analiza wykazała, że różnice pomiędzy metodami sięgają nawet 40% wartości przedsiębiorstwa. Oznacza to, że wynik wyceny nie jest wielkością absolutną, lecz funkcją przyjętej metodologii i założeń.

2. **Metoda dochodowa najlepiej odzwierciedla potencjał rozwojowy** – w przedsiębiorstwach rozwojowych (C, E, I) metoda DCF znacząco przewyższa wycenę majątkową, co potwierdza jej zdolność do uchwycenia **przyszłych korzyści ekonomicznych**, niewidocznych w bilansie.
3. **Metoda majątkowa pełni funkcję zabezpieczającą** – w podmiotach o niskiej efektywności (D, F, J) metoda majątkowa daje wyższe wartości niż dochodowa, wskazując na znaczenie aktywów jako **minimalnej wartości zabezpieczeniowej**.
4. **Metoda mieszana jest najbardziej użyteczna porównawczo** – zastosowanie metody mieszanej pozwoliło na:
  - ograniczenie skrajnych wyników;
  - zwiększenie stabilności rankingu;
  - poprawę porównywalności przedsiębiorstw.
5. **Rozpiętość wyceny jest funkcją profilu przedsiębiorstwa** – im większy udział kapitału niematerialnego i potencjału wzrostu, tym większa rozbieżność między metodami. Przedsiębiorstwa dojrzałe charakteryzują się **niską rozpiętością wycen**.

Przeprowadzone badanie pozwoliło na realizację wszystkich założonych celów badawczych. W szczególności potwierdzono, że wybór metody wyceny istotnie wpływa na oszacowaną wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, co realizuje cel główny badania.

Cele szczegółowe zostały osiągnięte poprzez:

- 1) porównanie trzech podejść wyceny dla zróżnicowanej próby;
- 2) identyfikację skali i źródeł rozbieżności;
- 3) ocenę przydatności metody mieszanej jako narzędzia porównawczego;
- 4) wskazanie typów przedsiębiorstw najbardziej wrażliwych na zastosowaną metodę wyceny;
- 5) opracowanie rankingu wartości przedsiębiorstw.

Uzyskane wyniki potwierdzają zasadność **stosowania wielu metod wyceny równolegle** oraz interpretowania rezultatów w postaci przedziału wartości, a nie pojedynczej liczby. Metoda mieszana okazała się szczególnie przydatna w analizach porównawczych przedsiębiorstw nienotowanych, stanowiąc efektywne narzędzie syntetyzujące informacje majątkowe i dochodowe.

Przeprowadzone badanie empiryczne potwierdziło, że wycena przedsiębiorstwa nie jest kategorią jednowymiarową ani obiektywną w sensie absolutnym, lecz stanowi rezultat przyjętej perspektywy metodologicznej oraz zestawu założeń analitycznych. Uzyskane wyniki jednoznacznie wskazują, że zastosowanie różnych metod wyceny prowadzi do istotnie odmiennych oszacowań wartości kapitału własnego, co ma kluczowe znaczenie zarówno dla praktyki gospodarczej, jak i dla badań naukowych z zakresu finansów przedsiębiorstw.

Analiza porównawcza trzech podejść – dochodowego, majątkowego oraz mieszanego – pozwoliła wykazać, że w większości przypadków metoda dochodowa prowadzi do wyższych wycen niż metoda majątkowa, natomiast metoda mieszana przyjmuje wartości pośrednie. Zjawisko to jest konsekwencją odmiennego punktu ciężkości poszczególnych metod: podejście dochodowe koncentruje się na przyszłej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przepływów pieniężnych, podczas gdy metoda majątkowa odzwierciedla przede wszystkim stan posiadanych zasobów na moment wyceny. Metoda mieszana pełni w tym układzie funkcję integrującą, łącząc elementy retrospektywne i prospektywne.

Szczególnie istotne różnice pomiędzy metodami zaobserwowano w przypadku przedsiębiorstw charakteryzujących się wysokim potencjałem wzrostu oraz znacznym udziałem kapitału niematerialnego. W takich podmiotach wartość ekonomiczna w dużej mierze wynika z czynników niefinansowych i przyszłych korzyści, które nie znajdują pełnego odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej. Wyniki te potwierdzają ograniczenia metod majątkowych w wycenie przedsiębiorstw nowoczesnych, opartych na wiedzy, innowacjach oraz relacjach rynkowych.

Z kolei w przypadku przedsiębiorstw kapitałochłonnych, o niskiej rentowności lub niestabilnych przepływach pieniężnych, metoda majątkowa okazała się bardziej konserwatywnym i stabilnym narzędziem wyceny. Uzyskane rezultaty wskazują, że w takich sytuacjach metoda dochodowa pełni istotną funkcję sygnalizacyjną, ujawniając ryzyka operacyjne oraz strukturalne, które nie są bezpośrednio widoczne w bilansie. Potwierdza to zasadność traktowania metody majątkowej jako dolnego poziomu bezpieczeństwa wartości przedsiębiorstwa.

Ważnym wnioskiem płynącym z badania jest również stwierdzenie, że przedsiębiorstwa o dojrzałym modelu biznesowym i stabilnej sytuacji finansowej charakteryzują się relatywnie niewielką rozpiętością wycen pomiędzy poszczególnymi metodami. Zbieżność wyników w tych przypadkach zwiększa wiarygodność procesu wyceny oraz wskazuje na mniejszą wrażliwość wartości przedsiębiorstwa na zmianę przyjętych założeń. Oznacza to, że profil działalności przedsiębiorstwa ma kluczowe znaczenie dla interpretacji wyników wyceny.

Na szczególne podkreślenie zasługuje rola metody mieszanej w analizie porównawczej. Zastosowanie tego podejścia pozwoliło na ograniczenie skrajnych wartości wynikających z jednostronnego zastosowania metod dochodowych lub majątkowych oraz umożliwiło stworzenie spójnego rankingu przedsiębiorstw. W kontekście wycen spółek nienotowanych, analiz sądowych oraz porównań między podmiotami o zróżnicowanej strukturze ekonomicznej metoda mieszana okazała się narzędziem szczególnie użytecznym.

Przeprowadzone badanie pozwoliło na realizację wszystkich założonych celów badawczych. Cel główny, polegający na ocenie wpływu zastosowanej metody wyceny na wartość kapitału własnego przedsiębiorstwa, został osiągnięty poprzez wykazanie znacznych różnic pomiędzy wynikami uzyskiwanymi różnymi metodami. Cele szczegółowe zrealizowano dzięki porównaniu trzech podejść wyceny w zróżnicowanej próbie, identyfikacji źródeł rozbieżności, ocenie przydatności metody mieszanej oraz opracowaniu rankingu przedsiębiorstw.

Przeprowadzone badanie empiryczne pozwala na pozytywną weryfikację hipotezy H1, zgodnie z którą klasyczne metody dochodowe, w szczególności DCF, wykazują ograniczoną przydatność w wycenie przedsiębiorstw dystresyjnych. W analizowanej próbie podmiotów o niestabilnych lub niskich przepływach pieniężnych (m.in. D, F, J) metoda dochodowa generowała wartości istotnie niższe od metody majątkowej, a jednocześnie cechowała się wysoką wrażliwością na przyjęte założenia prognostyczne oraz stopę dyskontową. Potwierdza to, że w warunkach podwyższonego ryzyka operacyjnego i finansowego prognozowanie przyszłych przepływów pieniężnych obarczone jest znaczną niepewnością, co ogranicza informacyjną wartość pojedynczej wyceny dochodowej i może prowadzić do nadmiernie pesymistycznych lub niestabilnych oszacowań wartości.

Równocześnie uzyskane wyniki potwierdzają hipotezę H2, wskazując, że zastosowanie podejścia hybrydowego (metody mieszanej) umożliwia lepsze odzwierciedlenie ryzyka finansowego przedsiębiorstw dystresywnych niż wykorzystanie jednej metody wyceny. Metoda mieszana pozwoliła na złagodzenie skrajnych wyników uzyskiwanych w podejściu dochodowym i majątkowym, zapewniając bardziej stabilną oraz porównywalną ocenę wartości kapitału własnego. W tym kontekście możliwa jest również częściowa weryfikacja hipotezy H3, gdyż uzyskane wyceny – interpretowane jako przedziały wartości – mogą stanowić istotne narzędzie wspomagające decyzje restrukturyzacyjne, identyfikację granic bezpieczeństwa finansowego oraz ocenę opłacalności działań naprawczych. Wycena przedsiębiorstw dystresywnych, traktowana nie jako jednorazowy wynik, lecz jako proces analityczny oparty na triangulacji metod, zwiększa użyteczność informacji finansowej w procesie decyzyjnym i ogranicza ryzyko błędnych decyzji zarządczych.

Jednocześnie należy wskazać na ograniczenia przeprowadzonego badania. Po pierwsze, analiza oparta została na przedsiębiorstwach dystresywnych, co umożliwiło pełną kontrolę nad założeniami, lecz ograniczyło możliwość bezpośredniego uogólniania wyników na konkretne podmioty rynkowe. Po drugie, zastosowane metody dochodowe opierają się na subiektywnych prognozach oraz parametrach dyskontowych, co jest immanentną cechą tego typu wycen. Po trzecie, badanie nie uwzględnia wpływu zmienności makroekonomicznej ani cyklu koniunkturalnego.

Wypełnieniem luki badawczej niniejszego opracowania jest kompleksowe, porównawcze ujęcie trzech metod wyceny w odniesieniu do jednorodnej, ale zróżnicowanej próby przedsiębiorstw oraz wskazanie praktycznej użyteczności metody mieszanej jako narzędzia porównawczego. W literaturze przedmiotu zagadnienie to często analizowane jest fragmentarycznie, bez jednoczesnego zestawienia wyników i ich pogłębionej interpretacji.

Kierunki dalszych badań mogą obejmować rozszerzenie analizy o kolejne przedsiębiorstwa, wprowadzenie metod porównawczych opartych na mnożnikach rynkowych, a także uwzględnienie metod opcyjnych w wycenie podmiotów innowacyjnych. Interesującym kierunkiem byłaby również analiza wrażliwości rankingu przedsiębiorstw na zmianę wag w metodzie mieszanej oraz uwzględnienie czynników ESG w procesie wyceny.

Podsumowując, uzyskane wyniki potwierdzają zasadność stosowania wielu metod wyceny równolegle oraz interpretowania wartości przedsiębiorstwa w postaci przedziału, a nie jednej liczby punktowej. Takie podejście zwiększa wiarygodność wyceny i lepiej oddaje złożoność procesów ekonomicznych zachodzących w przedsiębiorstwach.



## Zakończenie

---

Przeprowadzone w monografii rozważania teoretyczne oraz badania empiryczne pozwoliły na kompleksową ocenę problematyki wyceny przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem podmiotów funkcjonujących w warunkach dystresu finansowego. Uzyskane wyniki potwierdzają, że proces wyceny przedsiębiorstwa jest zagadnieniem złożonym, wymagającym wieloaspektowego podejścia oraz krytycznej interpretacji rezultatów uzyskiwanych przy zastosowaniu różnych metod.

W szczególności wykazano, że wartość przedsiębiorstwa nie stanowi wielkości obiektywnej i jednoznacznej, lecz jest wypadkową przyjętej metodologii, założeń prognostycznych oraz perspektywy analitycznej. Zastosowanie klasycznych metod dochodowych, majątkowych i hybrydowych prowadzi do istotnie zróżnicowanych wyników wyceny, co ma kluczowe znaczenie dla procesów decyzyjnych. W warunkach dystresu finansowego różnice te ulegają dodatkowo pogłębieniu, co zwiększa ryzyko błędnej interpretacji wartości przedsiębiorstwa.

Badanie empiryczne potwierdziło ograniczoną przydatność klasycznych metod dochodowych w wycenie przedsiębiorstw o niestabilnych lub trudnych do prognozowania przepływach pieniężnych. Wysoka wrażliwość metody DCF na przyjęte założenia dotyczące tempa wzrostu, poziomu ryzyka oraz stopy dyskontowej powoduje, że uzyskane wyniki mogą cechować się znaczną zmiennością i ograniczoną wiarygodnością. Z drugiej strony metody majątkowe, choć bardziej konserwatywne, nie są w stanie w pełni oddać potencjału dochodowego przedsiębiorstw, zwłaszcza tych opartych na kapitale niematerialnym.

Istotnym wnioskiem płynącym z przeprowadzonych analiz jest potwierdzenie użyteczności podejścia hybrydowego, łączącego elementy metod dochodowych i majątkowych. Metoda mieszana pozwala na złagodzenie skrajnych wyników, redukcję wpływu subiektywnych założeń oraz uzyskanie bardziej stabilnej i porównywalnej wyceny. W kontekście przedsiębiorstw dystresywnych podejście to umożliwia lepsze odzwierciedlenie poziomu ryzyka finansowego oraz wyznaczenie realistycznego przedziału wartości przedsiębiorstwa.

Odnosząc się do postawionych hipotez badawczych, należy stwierdzić, że zostały one w dużej mierze potwierdzone. Wykazano, iż klasyczne metody dochodowe charakteryzują się ograniczoną przydatnością w wycenie przedsiębiorstw dystresyjnych, a łączenie różnych metod wyceny zwiększa użyteczność informacyjną procesu wyceny. Ponadto potwierdzono, że wycena przedsiębiorstw w trudnej sytuacji finansowej może stanowić istotne narzędzie wspomagające decyzje restrukturyzacyjne oraz ograniczające ryzyko błędnych decyzji zarządczych.

Należy jednak wskazać na pewne ograniczenia przeprowadzonego badania. Przede wszystkim analiza oparta została na przedsiębiorstwach dystresyjnych, co pozwoliło na zachowanie spójności metodologicznej, lecz ograniczyło możliwość bezpośredniego uogólnienia wyników na konkretne przypadki rynkowe. Ponadto zastosowane metody wyceny nie uwzględniały w pełni wpływu zmienności makroekonomicznej oraz czynników instytucjonalnych, które mogą istotnie oddziaływać na wartość przedsiębiorstwa.

W tym kontekście dalsze badania mogłyby zostać ukierunkowane na analizę szerszej grupy przypadków przedsiębiorstw dystresyjnych zróżnicowanych sektorowo, stażem czy wielkością. Należy również rozszerzyć zestaw metod wyceny o podejścia porównawcze i opcyjne, a także uwzględnić czynniki ESG w procesie wyceny. Interesującym kierunkiem byłaby również analiza dynamiczna, obejmująca zmiany wartości przedsiębiorstwa w czasie oraz ocenę skuteczności działań restrukturyzacyjnych.

Podsumowując, niniejsza monografia wnosi istotny wkład do dyskusji nad problematyką wyceny przedsiębiorstw w warunkach dystresu finansowego. Zaprezentowane wyniki potwierdzają zasadność stosowania wielometodowego podejścia do wyceny oraz interpretowania jej rezultatów w postaci przedziału wartości. Takie podejście nie tylko zwiększa wiarygodność wyceny, lecz także lepiej odpowiada potrzebom praktyki gospodarczej, wspierając racjonalne i świadome podejmowanie decyzji w warunkach podwyższonego ryzyka.

## Bibliografia

---

- Adamska A., *Bankructwa, upadłości i restrukturyzacja przedsiębiorstw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2012, nr 1, s. 51–57.
- Allerhand M., Kurzępa B., *Prawo upadłościowe*, Bielsko-Biała 2001.
- Altman E.I., *Corporate financial distress. A complete guide to predicting, avoiding and dealing with bankruptcy*, „The Journal of Finance” 1968, vol. 4(23), s. 589–609.
- Altman E.I., *Corporate financial distress and bankruptcy*, John Wiley & Sons, New York 1993.
- Altman E.I., *Why businesses fail*, „Journal of Business Strategy” 1983, vol. 3(4), s. 15–21.
- Altman E.I., Hotchkiss E., *Trudności finansowe a upadłość firm. Jak przewidzieć upadłość i jej uniknąć, jak analizować i inwestować w zadłużenie firm zagrożonych*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007.
- Altman E.I., Narayanan P., Haldeman R., *ZETA Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations*, „Journal of Banking and Finance” 1977, vol. 1(1), s. 29–39.
- Antonowicz P., *Bankructwa i upadłości przedsiębiorstw. Teoria – praktyka gospodarcza – studia regionalne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2015.
- Appenzeller D., Szarzec K., *Prognozowanie zagrożenia upadłościami polskich spółek publicznych*, „Rynki Terminowe” 2004, nr 1, s. 120–128.
- Bagieńska A., *Zarządzanie wartością zasobów ludzkich organizacji poprzez system wynagrodzeń*, [w:] E. Orehwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 211–220.
- Baryła M., *Analiza porównawcza podstawowych modeli prognozowania bankructwa na przykładzie przedsiębiorstw przetwórstwa przemysłowego w Polsce*, [w:] J. Pocięcha, B. Pawełek, M. Baryła, S. Augustyn (red.), *Statystyczne metody prognozowania bankructwa w zmieniającej się*

- koniunkturze gospodarczej*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2014, s. 101–134.
- Bauer K., *Zarządzanie informacjami w procesie upadłościowo-naprawczym przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2009.
- Bayes T., *An Essay towards solving a Problem in the Doctrine of Chances. By the late Rev. Mr. Bayes, communicated by Mr. Price, in a letter to John Canton, M.A. and F.R. S.*, 1763, <https://bayes.wustl.edu/Manual/an.essay.pdf> (dostęp: 10.01.2026).
- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1994.
- Bernoulli D., *Speciment Theoriae Novae de Mensura Sortis [Exposition of a New Theory on the Measurement at Risk]* „Econometrica” 1954, vol. 22(1), s. 23–36.
- Bieda B., *Stochastic Analysis in Production Process and Ecology under Uncertainty*, Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg 2012.
- Biezuński P., *Wycena nieruchomości przez rzeczoznawcę majątkowego a operat szacunkowy*, 2016, <https://www.rp.pl/opinie-prawne/art3919571-wycena-nieruchomosci-przez-rzeczoznawce-majatkowego-a-operat-szacunkowy> (dostęp: 10.01.2026).
- Birgham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
- Black A., Wright P., Bachman J., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy: kształtowanie wyników działalności spółek*, Wydawnictwo ABC, Warszawa 2000.
- Boratyńska K., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług” 2009, nr 39, s. 450–457.
- Borowiecki R. (red.), *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Twigger, Warszawa 1995.
- Borowiecki R., Czaja J., Jaki A., *Dochodowe koncepcje wyceny przedsiębiorstw*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 64–80.
- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalna Szkoła Biznesu, Kraków 2003.

- Borys B., *Ryzyko ekologiczne w działalności banku*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
- Bywalec C., *Ekonomika i finanse gospodarstw domowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
- Chłodnicka H., *Wycena przedsiębiorstwa w upadłości a wartość godziwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Rachunkowość a Controlling” 2015, nr 399, s. 130–141.
- Coface for Trend, *CEE INSOLVENCIES Insights for navigating risks in a shifting economy*, 2025, <https://www.coface.com/news-economy-and-insights/cee-insolvencies-rise-despite-economic-recovery> (dostęp: 1.12.2025).
- Coface for Trend Poland, *Raport Coface: Niewypłacalności firm w Polsce w 2024 roku*, 2025, <https://www.coface.pl/publikacje-ekonomiczne-i-analizy/raport-coface-niewypłacalności-firm-w-polsce-w-2024-roku> (dostęp: 10.01.2026).
- CSC Global, *The Surge in Large Corporate Bankruptcy Filings: What’s Driving the 2024–2025 Wave?*, b.r., <https://www.cscglobal.com/service/resources/bankruptcy-and-restructuring-ebook/> (dostęp: 10.01.2026).
- Czajka D., *Przedsiębiorstwo w kryzysie. Upadłość lub układ*, Wydawnictwo Zrzeszenia Prawników Polskich, Warszawa 1999.
- Czekaj J., Dresler Z., *Podstawy zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Damodaran A., *Investment valuation. Tools and techniques for determining the value of any asset*, John Wiley and Sons, Hoboken 2012.
- David D., *Games, Gods, and Gambling*, Hafner Publishing, New York 1963.
- Dec P., *Kompleksowy system wczesnego ostrzegania przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw: wybrane aspekty*, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2009, s. 77–93.
- Distressed companies*, b.r., <https://diversification.com/term/distressed-companies> (dostęp: 2.12.2025).
- Dobb M., *Teorie wartości i podziału od Adama Smitha. Ideologia a teoria ekonomii*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1976.

- Dobija M., *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Dorozik L., *Restrukturyzacja ekonomiczna przedsiębiorstw w świetle polskiego prawa upadłościowego i naprawczego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002.
- Dudycz T., Wrzosek S., *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2000.
- Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Filipiak P., *Podstawy ogłoszenia upadłości*, [w:] A. Hrycaj, A. Jakubecki, A. Witosz (red.), *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, Warszawa 2016, s. 661–667.
- Franc-Dąbrowska J., Porada-Rochoń M., *Minimalizacja ryzyka niewypłacalności przedsiębiorstw – propozycja rozwiązania modelowego*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska Lublin – Polonia. Sectio H” 2017, vol. LI(6), s. 137–149.
- Fraser D.R., Fraser L.M., *Ocena wyników działalności banku komercyjnego: analiza finansowa*, Związek Banków Polskich, Warszawa 1996.
- Gabrusewicz W., Remlein M., *Sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Gajdka J., Stos D., *Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1996, s. 354–363.
- Gos W., *Przepływy pieniężne w systemie rachunkowości*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.
- Górski M., *Rynkowy system finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Grudzewski W.L., Hejduk L., *Restrukturyzacja firmy jako kierunek wzrostu jej wartości*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 25–57.

- Gruszczynski M., *Financial distress of companies in Poland*, 2004, <https://cor.sgh.waw.pl/bitstream/handle/20.500.12182/1346/aewp01-04.pdf?sequence=2&isAllowed=y> (dostęp: 17.01.2026).
- Gurgul S., *Geneza, zasady i podstawowe instytucje prawa upadłościowego*, cz. 1, „Edukacja Prawnicza” 2014, z. 6, s. 29–34.
- Gurgul S., *Prawo upadłościowe i naprawcze. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Habdas M., *Przedsiębiorstwo jako przedmiot stosunków prawnorzeczowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Śląskiego, Katowice 2007.
- Hadasik D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, „Zeszyty Naukowe. Prace Habilitacyjne”, z. 153, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 1998.
- Hajdu O., Virag M., *A Hungarian model for predicting financial bankruptcy, Society and the Economy in Central and Eastern Europe*, „Quarterly Journal of the Budapest University of Economic Sciences and Public Administration” 2001, vol. XXIII(1–2), s. 28–46.
- Hamrol M., Czajka B., Piechocki M., *Upadłość przedsiębiorstwa – model analizy dyskryminacyjnej*, „Przegląd Organizacji” 2004, nr 6, s. 35–39, <https://doi.org/10.33141/po.2004.06.09>
- Herman A., *Ekonomika bankructw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2010, nr 4, s. 4–15.
- Herman S., *Specyfika branżowa spółek akcyjnych w Polsce a prognozowanie ich upadłości*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2017, nr 11(971), s. 41–59, <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2017.0971.1103>
- Hołda A., *Prognozowanie bankructwa jednostki w warunkach gospodarki polskiej z wykorzystaniem funkcji dyskryminacyjnej ZH*, „Rachunkowość” 2001, nr 5, s. 306–310.
- Hołda A., *Wartość godziwa a proces i przesłanki upadłości przedsiębiorstw*, „Studia Ekonomiczne. Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach” 2012, nr 126, s. 69–79.
- Hołda A., *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*, „Seria Specjalna” nr 174, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Kraków 2006.

- Hołda A., Strojny K., *Determinanty upadłości przedsiębiorców w Polsce – systematyka i badanie komparatywne opinii kadry zarządzającej i syndyków*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2019, t. 101, nr 157, s. 9–34.
- Horobiowski J., *Efektywność procedur insolwencyjnych – refleksje na podstawie wyników badań aktów sądowych oraz próba nakreślenia perspektyw*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2016, nr 4, s. 97–103.
- Hrycaj A., *Cztery postępowania restrukturyzacyjne*, „Doradca Restrukturyzacyjny” 2015, nr 1, s. 4–15.
- Hunek J.K., *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Przegląd Organizacji” 1989, nr 5, s. 28–39.
- Hunter J., Isachenkova N., *Failure risk: a comparative study of UK and Russian firms*, Department of Economics and Finance Brunel University, „Discussion Paper” 00–1” 2000.
- Iwanicz-Drozdowska M., *Zarządzanie finansowe bankiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- Iwaszczuk N., *Ryzyko w działalności gospodarczej: definicje, klasyfikacje, zarządzanie*, Wydawnictwo Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 2021.
- Jaki A., *Kategoria wartości w niemieckich i anglosaskich standardach wyceny*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2012, nr 690, s. 553–560.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa: przesłanki, procedury, metody*, Oficyna Ekonomiczna. Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Warszawa 2006.
- Janik W., *Wartość przedsiębiorstwa i jego służebna rola wobec otoczenia*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 37–45.
- Jankowski B., *Insolvency and restructuring: Poland summary 2024, 2025*, <https://www.ggi.com/news/debt-collection-&-insolvency/insolvency-and-restructuring-poland-summary-2024> (dostęp: 15.01.2026).
- Jędrzejewski S., *Przedsiębiorstwo w upadłości. Uwarunkowania prawne – wycena – model sprawozdania finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2018.

- Kaiser U., *Moving in and out of financial distress: evidence for newly founded services sector firms*, „ZEW Discussion Paper”, Nr 01–09, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim 2001.
- Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań 2006.
- Kamieński G., Borys A., *Upadłość i niewypłacalność jako pojęcia ekonomiczne i prawne*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2022, z. 3, s. 53–68.
- Kasiewicz S., Mączyńska E., *Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 1999, s. 147–158.
- Kirczuk-Antończak P., *Czynności syndyka w sprawach z zakresu prawa pracy*, „Praca i Zabezpieczenia Społeczne” 2001, nr 1, s. 13–21.
- Kitowski J., *Modele dyskryminacyjne jako instrument oceny zagrożenia upadłością przedsiębiorstw*, „Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy” 2021, nr 68, s. 145–160.
- Kiziukiewicz T., *Sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych w zarządzaniu firmą*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1995.
- Kiziukiewicz T., *Sprawozdawczość i informacje finansowe dla menedżera: poradnik praktyczny*, Wydawnictwo Ekspert, Wrocław 1993.
- Knight F., *Risk, Uncertainty and Profit*, Schaffner & Marx, Boston 1921, <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html> (dostęp: 7.12.2025).
- Kopczyński P., *Metody prognozowania upadłości wykorzystywane w praktyce przez polskie przedsiębiorstwa – wyniki badań ankietowych*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2016, nr 89(145), s. 95–132.
- Korol T., Prusak B., *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2005.
- Korol T., Prusak B., *Upadłość przedsiębiorstw a wykorzystanie sztucznej inteligencji*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2009.
- Kowalak R., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa w badaniu zagrożenia upadłością*, Wydawnictwo ODDK, Gdańsk 2008.
- Kozioł W., Zych W., *Application of the Management Factor and Labor Productivity Index to Assess the Enterprise's Bankruptcy Risk*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” 2019, t. 44, nr 4, s. 132–140.

- Krajewski J., Tokarski A., Tokarski M., *Wpływ czynników makroekonomicznych na skalę i dynamikę upadłości przedsiębiorstw w gospodarce polskiej i w województwie kujawsko-pomorskim*, „Studia i Prace. Kolegium Zarządzania i Finansów” 2019, z. 172, s. 77–93.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000.
- Kuc B.R., Paszkowski J., *Organizacja – wartości – zarządzanie*, [w:] E. Orechwa-Maliszewska, J. Paszkowski (red.), *Zarządzanie wartością organizacji*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku, Białystok 2007, s. 44–52.
- Kuciński A., *Utrzymanie płynności finansowej w przedsiębiorstwie jako warunek kontynuacji jego działalności na przykładzie Zakładów Mięśnych Henryk Kania S.A.*, „Journal of Finance and Financial Law” 2021, vol. 1(29), s. 69–82.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 1992.
- Laitinen E.K., Chong H.G., *Early-warning system for crisis in SMEs: Preliminary evidence from Finland and the UK*, „Journal of Small Business and Enterprise Development” 1998, vol. 6(1), s. 89–97.
- Lennox C., *Identifying failing companies: a reevaluation of the logit, probit and DA approaches*, „Journal of Economics and Business” 1999, vol. 51, s. 347–364.
- Lizal L., *Determinants of financial distress: what drives bankruptcy in a transition economy? The Czech Republic case*, „William Davidson Working Paper” 2002, no. 451.
- Longman Dictionary of Contemporary English*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1990.
- Łodziana A., *Rachunkowość w jednostkach zagrożonych upadłością*, „Rachunkowość” 2003, nr 1, s. 25–26.
- Łukasik G., *Metody ograniczania negatywnych konsekwencji kryzysu finansowego z uwzględnieniem oczekiwań interesariuszy*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2011, nr 77, s. 102–118.

- Maćkowiak E., *Ujęcie wartości firmy w wartości przedsiębiorstwa*, „Studia Ekonomiczne / Akademia Ekonomiczna w Katowicach” 2005, nr 33, s. 165–177.
- Maliszewska M., Karlikowska B., Prachowski J., *Analysis of Corporate Insolvency Trends in Poland between 2021 and 2024*, „European Research Studies Journal” 2025, vol. XXVIII(1), s. 1050–1071.
- Maślanka T., *Płynność finansowa determinantą zdolności kontynuacji działalności przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2019.
- Matuszek M., *Upadki polskich przedsiębiorców w latach 1990–2000. Wybrane problemy i wyniki badań prowadzonych w sądach gospodarczych*, [w:] B. Godziszewski, M. Haffer, M.J. Stankiewicz (red.), *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, Toruń 2001, s. 131–144.
- Mazurek S., *Niewypłacalność w literaturze ekonomicznej i prawniczej*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 520, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2008, nr 14, s. 311–324.
- Mączyńska E., *Bankructwa przedsiębiorstw. Wymiar teoretyczny statystyczny i rzeczywisty*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2013, nr 1, s. 7–35.
- Mączyńska E., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstw*, „Życie Gospodarcze” 1994, nr 38, s. 42–48.
- Mączyńska E., *Ocena ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, [w:] A. Fierla (red.), *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2009, s. 134–145.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Dyskryminacyjne modele predykcji upadłości przedsiębiorstw*, „Ekonomista” 2006, nr 2, s. 205–235.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Modelowe i prognostyczne aspekty pomiaru zmian w sytuacji przedsiębiorstw w restrukturyzacji – analiza dyskryminacyjna*, Instytut Nauk Ekonomicznych PAN, Warszawa 2000.
- Mączyńska E., Zawadzki M., *Systemy wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w funkcjonowaniu przedsiębiorstw*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie transformacji gospodarki polskiej*, Wydawnictwo DiG, Warszawa 2000, s. 361–373.

- Michalski G., *Wartość płynności w bieżącym zarządzaniu finansami*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa 2004.
- Michaluk K., *Zastosowania metod ilościowych w procesie przewidywania zagrożenia upadłością przedsiębiorstwa*, praca doktorska, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2000.
- Miciuła I., *Współczesna metodyka wyceny przedsiębiorstw i jej wyzwania w przyszłości*, „Acta Universitatis Lodzianensis. Folia Oeconomica” 2014, vol. 2(300), s. 183–193.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1999.
- Minc B., *Współczesna ekonomia polityczna. Założenia – aksjomaty – twierdzenia*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1982.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E., *Metody i kierunki wypłacalności przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E., Szczepkowska M., *Pozytywne i negatywne skutki upadłości*, „Studia i Prace WNEiZ US” 2016, nr 43(1), s. 54–74.
- Nahotko S., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach zagrożenia upadłością: podejście finansowe*, Wydawnictwo AJG, Bydgoszcz 2003.
- Narkiewicz J., *Syntetyczna ocena ryzyka działalności przedsiębiorstwa na podstawie sprawozdań finansowych*, „Financial Sciences” 2011, vol. 3(8), s. 60–76.
- Nazarczuk J.M., Cicha-Nazarczuk M., Szczepańska K., *Wrażliwość polskiej gospodarki na zmiany wywołane pandemią COVID-19*, Instytut Badań Gospodarczych, Toruń 2022, <https://doi.org/10.24136/eep.mon.2022.10>
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005.
- Nowara W., Szarzec K., *Skutki procesów upadłościowych i układowych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1990–2002*, [w:] A. Manikowski, A. Psyk (red.), *Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004, s. 393–399.
- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 11 września 2024 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Prawo restrukturyzacyjne (tekst jedn. Dz.U. z 2024 r., poz. 1428).

- Obwieszczenie Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 24 marca 2025 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Prawo upadłościowe (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 614).
- Obwieszczenia Marszałka Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 25 lipca 2025 r. w sprawie ogłoszenia jednolitego tekstu ustawy – Kodeks cywilny (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 1071).
- Orłowski W., Żółkiewski Z., *The determinants of firm exit and survival in transition economies. The case of Poland*, „Central Statistical Office, Research Bulletin” 2001, vol. 10(3–4).
- Pawełek B., Baryła M., Pocięcha J., *Study of the Classification Accuracy Measures for Predicting Corporate Bankruptcy Taking Into Account Changes in the Economic Environment*, „Argumenta Oeconomica” 2020, nr 1(44), s. 5–17.
- Pfeffer J., *Insurance and Economic Theory*, Irvin Inc., Homewood 1956.
- Pitera R., Gnap M., Jezierska K., *Wycena przedsiębiorstw dystresyjnych – premia z tytułu ryzyka upadłości przedsiębiorstwa*, Instytut Ekspertyz Ekonomicznych i Finansowych w Łodzi, Łódź 2025.
- Pomykalska B., Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Potoczna M., Wiśniewska O., *Zastosowanie analizy dyskryminacyjnej oraz modelu logitowego do prognozowania upadłości polskich przedsiębiorstw*, [w:] S. Wawak (red.), *Metody i techniki diagnostyczne w doskonaleniu organizacji*, Mfiles.pl, Kraków 2013, s. 39–47.
- Pritchard C.L., *Zarządzanie ryzykiem w projektach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo WIG-Press, Warszawa 2001.
- Prusak B., *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007.
- Prusak B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.
- Prusak B., *Uwarunkowania upadłości przedsiębiorstw*, [w:] F. Bławat (red.), *Gospodarka Polski w okresie transformacji*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2001, s. 143–158.
- Prusak B., *Wycena przedsiębiorstw będących w trudnej sytuacji finansowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2017, nr 153, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie Oficyna Wydawnicza SGH, s. 121–141.

- Przybylska-Kapuścińska W. (red.), *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- Rogowski W., *Przyczyny upadłości polskich przedsiębiorców – ujęcie empiryczne*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów/Szkoła Główna Handlowa” 2015, nr 144, s. 161–196.
- Rogowski W., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, „Biuletyn Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2015, nr 1(68), s. 35–45.
- Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
- Sahajwala R., Bergh P., *Supervisory Risk Assessment and Early Warning Systems*, „Basel Committee on Banking Supervision, Working Papers”, December 2000, no. 4.
- Siciński J., *Macroeconomic Determinants of Corporate Failures in Poland*, „Współczesna Gospodarka” 2019, vol. 10(2), s. 9–20.
- Siciński J., *System wczesnego ostrzegania przedsiębiorstw przed ryzykiem upadłości na przykładzie branży transportowej*, Centrum Myśli Strategicznych, Sopot 2021.
- Siemińska E., *Finansowa kondycja firmy, metody pomiaru i oceny*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2003.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Sierpińska M., Jachna T., *Zarządzanie płynnością finansową*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Simon S.J., *Court Decisions Concerning Goodwill*, „The Accounting Review” 1956, vol. 31(2), s. 272–275.
- Skoczylas W., *Sprawozdawczość finansowa jako podstawa dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami – klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 137–150.
- Skoczylas W., *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2004.
- Skoczylas W. (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstwa*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2009.

- Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.
- Słownik języka polskiego PWN, hasło: ryzyko, b.r., <https://sjp.pwn.pl/sjp/ryzyko;2518509.html> (dostęp: 1.12.2025).
- Stanisławski J., *Wielki słownik angielsko-polski*, Wydawnictwo Wiedza Powszechna, Warszawa 1983.
- Stasiewski T., *Z-score – indeks przewidywanego upadku przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1996, nr 12, s. 628–631.
- Statistics Poland, *Registrations and bankruptcies of enterprises in the third quarter of 2025*, 2025, <https://stat.gov.pl/en/topics/economic-activities-finances/activity-of-enterprises-activity-of-companies/registrations-and-bankruptcies-of-enterprises-in-the-third-quarter-of-2025,21,28.html> (dostęp: 18.01.2026).
- Stępień B. (red.), *Transakcje handlu zagranicznego*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2004.
- Stępień K., *Rentowność a wypłacalność przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2008.
- Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, *Sektorowe wskaźniki finansowe, 2020–2023*, <https://rachunkowosc.com.pl/sektorowe-wskazniki-finansowe> (dostęp: 26.11.2025).
- Suszyński C., *Sprawność i efektywność przedsiębiorstwa. Wyzwania na poziomie struktur i procesów*, [w:] C. Suszyński (red.), *Przedsiębiorstwo. Wartość. Zarządzanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 113–145.
- Szczepankowski P., *Przedsiębiorstwo. Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw (na podstawie doświadczeń syndyków i analizy dokumentacji sądowej)*, praca doktorska, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006.
- Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw i uwarunkowania organizacyjne restrukturyzacji upadłościowej*, [w:] B. Prusak (red.), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Difin, Warszawa, 2007, s. 37–53.

- Szymański W., *Globalizacja a proces kreacji i destrukcji przedsiębiorstw*, [w:] K. Kuciński, E. Mączyńska (red.), *Zagrożenie upadłością*, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej”, t. XCIII, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 17–28.
- Szymański W., *Globalizacyjne uwarunkowania siły i słabości przedsiębiorstw*, [w:] E. Mączyńska (red.), *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 28–49.
- Śnieżek E., *Jak czytać cash flow*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997.
- Tatara K., Kaliński M., Trela Ł., *Uproszczone postępowanie restrukturyzacyjne – wnioski po roku obowiązywania i postulaty na przyszłość*, [w:] K. Raczkowski (red.), *Restrukturyzacja przedsiębiorstw. W poszukiwaniu wartości aktywów*, Wydawnictwo Naukowe UKSW, Warszawa 2023, s. 91–109.
- The Surge in Large Corporate Bankruptcy Filings: What’s Driving the 2024–2025 Wave?*, b.r., <https://www.cscglobal.com/service/resources/bankruptcy-and-restructuring-ebook/> (dostęp: 10.01.2026).
- Tokarski A., Tokarski M., *Przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw polskich w XXI w.*, „Przedsiębiorczość – Edukacja” 2019, vol. 15, s. 248–263.
- Urbanowska-Sojkin E., *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1998.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2023 r., poz. 120 ze zm.).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. – Prawo upadłościowe (tekst jedn. Dz.U. z 2025 r., poz. 614).
- Ustawa z dnia 15 maja 2015 r. – Prawo restrukturyzacyjne (tekst jedn. Dz.U. z 2024 r., poz. 1428).
- Ustawa z dnia 19 czerwca 2020 r. o dopłatach do oprocentowania kredytów bankowych udzielanych przedsiębiorcom dotkniętym skutkami COVID-19 oraz o uproszczonym postępowaniu o zatwierdzenie układu w związku z wystąpieniem COVID-19 (tekst jedn. Dz.U. z 2022 r., poz. 2141).

- Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy – Kodeks postępowania cywilnego oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r., poz. 1090).
- Ustawa z dnia 28 maja 2021 r. o zmianie ustawy o Krajowym Rejestrze Zadłużonych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2021 r., poz. 1080).
- Walińska E., *Wartość bilansowa przedsiębiorstwa a alokacja podatku dochodowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Waśniewski T., Skoczylas W., *Analiza symptomów zagrożeń przedsiębiorstwa*, „Rachunkowość” 1993, nr 12, s. 437–443.
- Wędzki D., *Problem wykorzystania analizy wskaźnikowej do przewidywania upadłości polskich przedsiębiorstw – studium przypadków*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 5, s. 54–61.
- Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna – Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych Sp. z o.o., Kraków 2003.
- Wiatr M.S., *Istota i podstawowe rodzaje ryzyka kredytowego*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Zeszyt Naukowy” 2007, nr 79, s. 41–48.
- Wierzbińska M., *Ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Lublin 1996.
- Wihlborg C., Gangopadhyay S., *Infrastructure requirements in the area of bankruptcy law*, „Brookings-Wharton Papers on Financial Services” 2001.
- Witosz A.J., *Pojęcia ogólne i zasady prawa upadłościowego*, [w:] A. Hrycaj, A. Jakubecki, A. Witosz (red.), *System prawa handlowego*, t. 6: *Prawo restrukturyzacyjne i upadłościowe*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2016, s. 657–686.
- Wnukowski M.S., Olech M.R., *Distressed M&A Deals in Poland*, 2025, <https://natlawreview.com/article/distressed-ma-deals-poland> (dostęp: 10.01.2026).
- Zaleska M., *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2002.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

*Zmiany w prawie restrukturyzacyjnym i upadłościowym. Podsumowanie nowelizacji*, 2025, <https://www.profinfo.pl/blog/zmiany-w-prawie-restrukturyzacyjnym-i-upadlosciowym-podsumowanie-nowelizacji/> (dostęp: 15.12.2025).

Zmijewski M.E, *Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models*, „Journal of Accounting Research” 1994, vol. 22, s. 59–82.

# Spis rysunków

---

|  |    |
|--|----|
| Rysunek 1. Schemat upadłości przedsiębiorstwa .....  | 30 |
| Rysunek 2. Przyczyny upadłości przedsiębiorstw .....   | 40 |
| Rysunek 3. Podstawowe rodzaje ryzyka w analizie finansowej działalności przedsiębiorstwa ..... | 47 |
| Rysunek 4. Etapy budowy systemu wczesnego ostrzegania .....                                    | 64 |
| Rysunek 5. Wartość bilansowa przedsiębiorstwa i jej modyfikacja .....                          | 69 |
| Rysunek 6. Definicje wartości przedsiębiorstwa w ujęciu W. Skoczylas .....                     | 70 |
| Rysunek 7. Wartość przedsiębiorstwa – zasady pomiaru i jej użyteczności .....                  | 72 |
| Rysunek 8. Model wartości rynkowej firmy .....   | 73 |
| Rysunek 9. Przesłanki wyceny przedsiębiorstw .....   | 75 |



# Spis tabel

---

|            |   |     |
|------------|---|-----|
| Tabela 1.  | Charakterystyka różnic oraz wspólnych obszarów znaczeniowych pojęć <i>bankructwo</i> i <i>upadłość</i> przedsiębiorstwa | 28  |
| Tabela 2.  | Podział czynników makroekonomicznych w ujęciu różnych autorów   | 35  |
| Tabela 3.  | Klasyfikacja determinant składanych wniosków o upadłość z podziałem na wybrane podmioty                                 | 36  |
| Tabela 4.  | Przykładowe czynniki determinujące upadłość jednostki   | 37  |
| Tabela 5.  | Zasady raportowania danych w sprawozdawczości finansowej  | 51  |
| Tabela 6.  | Cele i funkcje wyceny wartości przedsiębiorstwa   | 77  |
| Tabela 7.  | Charakterystyka wybranych znaczeń terminów <i>przedsiębiorstwo</i> i <i>majątek przedsiębiorstwa</i>                    | 81  |
| Tabela 8.  | Wybrane metody wyceny przedsiębiorstwa  | 82  |
| Tabela 9.  | Zestawienie metod wyceny przedsiębiorstwa – ujęcie syntetyczne  | 97  |
| Tabela 10. | Klasyfikacja metod wyceny przedsiębiorstw   | 98  |
| Tabela 11. | Charakterystyka przedsiębiorstw objętych badaniem   | 101 |
| Tabela 12. | Konstrukcje sektorowych wskaźników finansowych  | 103 |
| Tabela 13. | Modele wczesnego ostrzegania wykorzystane w badaniu   | 104 |
| Tabela 14. | Podstawowe dane finansowe badanego przedsiębiorstwa w roku bazowym  | 107 |
| Tabela 15. | Wartość <i>FCFF</i> dla kolejnych okresów   | 108 |
| Tabela 16. | Współczynniki dyskonta (9%)   | 109 |
| Tabela 17. | Wybrane pozycje bilansowe badanego przedsiębiorstwa   | 109 |
| Tabela 18. | Zestawienie wyników według różnych metod wyceny   | 111 |
| Tabela 19. | Wyniki analizy wrażliwości na zmianę <i>WACC</i>  | 112 |
| Tabela 20. | Wartości <i>EV</i> uwzględniające zmianę stopy wzrostu ( <i>g</i> )   | 112 |
| Tabela 21. | Wartości kapitału własnego (mln PLN)  | 113 |
| Tabela 22. | Zestawienie przedsiębiorstw według różnych metod (w mln PLN)  | 114 |
| Tabela 23. | Klasyfikacja przedsiębiorstw według wartości – metoda mieszana  | 115 |
| Tabela 24. | Rozpiętość wyceny badanych przedsiębiorstw według różnych metod (max – min)   | 116 |



# Spis wykresów

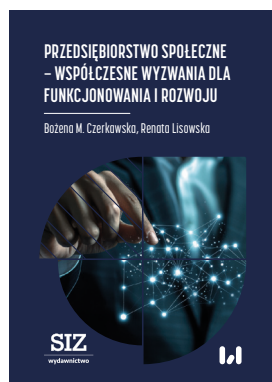
---

|           |   |    |
|-----------|---|----|
| Wykres 1. | Liczba przedsiębiorstw upadłych ogółem – postanowienia sądów rejonowych na koniec 2023 roku ..... | 33 |
|-----------|---|----|

# SIZ

wydawnictwo

*poleca*



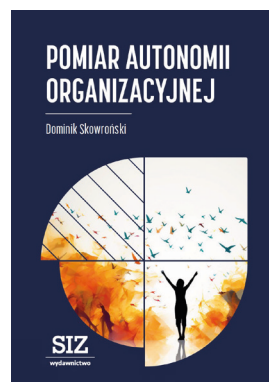
Przedsiębiorstwo społeczne  
– współczesne wyzwania dla  
funkcjonowania i rozwoju

Bożena M. Czerkawska  
Renata Lisowska



Rozwój bankowości mobilnej  
a satysfakcja i lojalność  
klientów banków

Dorota Starzyńska  
Justyna Jakubowska



Pomiar autonomii  
organizacyjnej

Dominik Skowroński



Doskonalenie kompetencji  
menedżerskich

Ewa Samuel  
Tomasz Czaplą



Odbiór odpadów komunalnych  
Ujęcie procesowo-zarządcze

Włodzimierz Połoz



Podstawy wybranych  
aplikacji Power Platform

Katarzyna Ciach  
Beata Gontar  
Zbigniew Gontar

Szukaj na: [www.wydawnictwo-siz.pl/katalog](http://www.wydawnictwo-siz.pl/katalog)

Problematyka wyceny przedsiębiorstw dystresyjnych od wielu lat zajmuje istotne miejsce w badaniach z zakresu finansów przedsiębiorstw oraz analizy ekonomicznej. Wartość przedsiębiorstwa stanowi bowiem kluczową kategorię decyzyjną, wykorzystywaną zarówno w procesach inwestycyjnych, transakcyjnych, restrukturyzacyjnych, jak i w praktyce zarządczej, sądowej oraz regulacyjnej.

Książka obejmuje ustalenia badawcze dotyczące rosnącej liczby przedsiębiorstw niewypłacalnych, braku odpowiednich regulacji prawnych oraz standardów wyceny podmiotów gospodarczych i podkreśla aktualność i znaczenie tej tematyki. Porządkuje wiedzę z zakresu wyceny przedsiębiorstw w warunkach trudności finansowych. Dostarcza praktycznych wskazówek dla menedżerów, analityków finansowych oraz doradców restrukturyzacyjnych.

Celem monografii jest kompleksowa analiza metod wyceny przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem ich przydatności w warunkach dystresu finansowego. Adresowana jest do środowiska naukowego, studentów kierunków ekonomicznych, finansowych, doktorantów czy przedsiębiorców.



ISBN 978-83-68049-60-2



9 788368 049602

Wydawnictwo SIZ  
ul. Matejki 22/26 pok. 112  
90-237 Łódź  
tel.: 42 635 47 91  
e-mail: [biuro@wydawnictwo-siz.pl](mailto:biuro@wydawnictwo-siz.pl)  
[www.wydawnictwo-siz.pl](http://www.wydawnictwo-siz.pl)

**SIZ**

**wydawnictwo**