

Przemysław Pietrzak

Zachodniopomorski Uniwersytet Technologiczny w Szczecinie

CELE POMIARU WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie wybranych zagadnień dotyczących przesłanek przeprowadzania procesu wartościowania przedsiębiorstwa. W tekście zawarto pojęcie i główne założenia koncepcji wartości przedsiębiorstwa oraz przesłanki dokonywania wyceny przedsiębiorstwa z uwzględnieniem zarządzania zorientowanego na maksymalizację jego wartości.

Słowa kluczowe: wartość, wartość przedsiębiorstwa, wycena przedsiębiorstwa, cele wyceny przedsiębiorstwa

1. Wstęp

Termin „wartość” jest definiowany jako „cecha jakiejś rzeczy, przedmiotu, materiału [...], wyrażona równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym” [Skorupko, Auderska, Lempicka 1969]. Wg Milsa wartość to „cecha rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna” [Miles 1984]. Teoria wartości zajmuje w ekonomii ważne miejsce. W literaturze ekonomicznej najczęściej spotykane są następujące definicje pojęcia wartości [Osiałyński 1978; Skorupko, Auderska, Lempicka 1969]:

- wartość użytkowa, będąca funkcją danej rzeczy, stanowiąca o jej zdolności do zaspokajania określonych potrzeb ludzkich,
- wartość wymienna, wyrażająca zdolność danej rzeczy do bycia przedmiotem wymiany na inne dobro,
- cena rzeczy, będąca pieniężnym wyrażeniem jej wartości,
- wartość naturalna, określana również mianem wartości centralnej, stanowiąca wartość, do której dąży cena danej rzeczy [Dobb 1976].

W historii ekonomii zagadnieniem teorii wartości zajmowali się m.in.: A. Smith, D. Ricardo, J.S. Mill, F. Quesney, K. Marks, V. Pareto, W.S. Jevons, L. Walras, F. Wieser, W.F. Lloyd, J.M. Keynes, J. Schumpeter, P. Sraffa, J. Robinson. Stworzyli oni wiele różnorodnych teorii, które można usystematyzować w ramach dwóch grup [Zarzecki 1999], co jest naturalnie pewnym uproszczeniem:

- teorie wartości oparte na pracy K. Marksa i D. Ricardo, zakładające, iż wartość jest funkcją ilości pracy potrzebnej do wytworzenia danej rzeczy,

- teorie oparte na użyteczności (A. Smith, V. Pareto, J. Schumpeter, W.S. Jevons, L. Walras, W.F. Lloyd i inni), w myśl których wartość jest związana z użytecznością, rozumianą jako zdolność rzeczy do zaspokajania potrzeb ludzkich.

Koncepcje wartości oparte na użyteczności zyskały większą rzeszę zwolenników niż teorie bazujące na koncepcji wartości opartych na pracy. Obecnie stanowią one podstawę historyczną współczesnych teorii dotyczących wartości [Zarzecki 1999]. Proces określania wartości dóbr, zwany wyceną, wymaga przede wszystkim zidentyfikowania przedmiotu wartościowania. Wycena wiąże się z występowaniem różnych koncepcji wartości. Wartościowaniu mogą zostać poddane najróżniejsze dobra. Od ich złożoności oraz możliwości określenia ich użyteczności zależy stopień skomplikowania oraz dokładność procesu ich wyceny.

2. Koncepcje wartości w wycenie przedsiębiorstwa

Jak większość dóbr, tak również przedsiębiorstwo może być przedmiotem procesu wartościowania. W takim przypadku wycena jest procesem złożonym, a jej wynik – w zależności od przyjętej metody – może być zróżnicowany. Złożoność wyceny przedsiębiorstwa wynika przede wszystkim z konieczności rozpatrywania złożonej struktury organizacyjnej oraz uwzględniania różnorodnych czynników kształtujących jego wartość. Przedsiębiorstwo stanowi bowiem złożony zbiór elementów materialnych oraz niematerialnych, z których każdy może podlegać osobnej wycenie [Zarzecki 1999]. Przedsiębiorstwo jest również strukturą organizacyjną, stworzoną w celu generowania dochodów. Możliwości wypracowywania dochodów mają równie istotny wpływ na wartość wycenianego podmiotu, jak jego składniki majątkowe. W wycenie przedsiębiorstw mają zastosowanie różnorodne koncepcje ujęcia wartości. Niektóre z nich wykorzystywane są jako podstawowe koncepcje wyceny (zwane są również standardami wyceny, np. wartość ekonomiczna, wartość odtworzeniowa, wartość likwidacyjna), inne nie mają szerszego zastosowania w praktyce (np. wartość podatkowa). W tabeli 1 przedstawiono najczęściej spotykane koncepcje wartości, które są wykorzystywane w procesie wyceny przedsiębiorstwa.

Tabela 1. Koncepcje wartości wykorzystywane w wycenie przedsiębiorstw

Określenie wartości	Istota koncepcji wartości
1	2
Wartość ekonomiczna (<i>economic value</i>)	Zdolność aktywów przedsiębiorstwa do dostarczania mu strumienia przepływów pieniężnych. Ustalana jest w drodze oceny potencjalnych, przyszłych przepływów pieniężnych. Opiera się na wartości wymiennej dóbr. Stanowi koncepcję zorientowaną na przyszłość. Problemem w jej wyznaczeniu jest określenie stopy dyskontowej oraz sporządzenie prognozy przyszłych przepływów pieniężnych
Wartość w użyciu (<i>value in use</i>)	Zaktualizowana wartość przyszłych przepływów pieniężnych, łącznie z przepływem pieniężnym, wynikającym z faktu dysponowania dobrem (np. możliwością sprzedaży, bądź wdzierzawienia). Stanowi odpowiednik wartości ekonomicznej

Tabela 1, cd.

1	2
Wartość księgową (<i>book value</i>)	Wartość aktywów i pasywów przedsiębiorstwa, ujęta w sprawozdaniu finansowym, sporządzonym zgodnie z przyjętymi zasadami rachunkowości. Jest to koncepcja zorientowana na przeszłość – ukazuje wartość historyczną aktywów i pasywów. Dlatego też wartość księgową uważana jest za nieodpowiednią metodę wyceny przedsiębiorstwa – powinna być traktowana jedynie jako punkt wyjścia w wycenie wartości przedsiębiorstwa metodą skorygowanych aktywów netto
Wartość odtworzeniową (<i>reproduction value</i>)	Koszty, jakie musiałoby ponieść przedsiębiorstwo w celu zastąpienia istniejących w przedsiębiorstwie aktywów trwałych innymi aktywami trwałymi tego samego rodzaju
Wartość likwidacyjną (<i>liquidation value</i>)	Wartość aktywów i pasywów przedsiębiorstwa w przypadku jego likwidacji. Jest ona z reguły niższa od potencjalnych wartości tych składników na rynku
Wartość właściciela (<i>owner value</i>)	Wartość pozbycia się lub pozbawienia aktywów. Stanowi wymierny obraz konsekwencji jakie poniósłby właściciel w wyniku pozbycia się własności aktywów
Wartość zastąpienia (<i>replacement value</i>)	Koszty, jakie musiałoby ponieść przedsiębiorstwo w celu zastąpienia istniejących w nim aktywów trwałych innymi aktywami trwałymi pełniącymi te same funkcje. Wartość zastąpienia jest zbliżona do wartości odtworzeniowej
Wartość rynkowa (<i>market value</i>)	Wartość aktywów będących przedmiotem obrotu na zorganizowanym rynku. W praktyce oznacza to cenę, po której dobro lub usługa mogłyby zostać zakupione
Wartość sprawiedliwa (<i>fair value</i>)	Wartość wyznaczana w trakcie swobodnych negocjacji między stronami transakcji, dysponującymi pełnym zakresem informacji. Jej istotą jest dążenie do zapewnienia wszystkim stronom uczestniczącym w transakcji sprawiedliwych warunków jej zawarcia
Wartość nieodłączna (<i>intrinsic value</i>)	Wartość aktywów ustalana przez inwestora na podstawie oceny dostępnych mu informacji i postrzegana przez niego jako „wartość realna” bądź „wartość prawdziwa”. W sytuacji, gdy inni inwestorzy dochodzą do tych samych wniosków na temat wartości określonych aktywów, wartość nieodłączna staje się wartością rynkową
Wartość inwestycji (<i>investment value</i>)	Wartość aktywów dla konkretnego inwestora oparta na jego indywidualnych wymaganiach dotyczących inwestycji. Jest to wartość skupiająca się na indywidualnym inwestorze, a nie na inwestorze hipotetycznym. Wartość inwestycji jest tożsama z wartością właściciela
Wartość biznesu w działaniu (<i>going concern value</i>)	Wartość przedsiębiorstwa jako organizmu gospodarczego działającego na rynku, z założeniem kontynuacji działalności
Wartość <i>goodwill</i> (<i>goodwill value</i>)	<i>Goodwill</i> , wg podejścia majątkowego, stanowi nadwyżkę wartości przedsiębiorstwa jako całości nad sumą poszczególnych wartości materialnych oraz identyfikowalnych wartości niematerialnych. Wg podejścia dochodowego, <i>goodwill</i> jest zdolnością aktywów do generowania zysków przekraczających zyski możliwe do uzyskania w standardowych warunkach (nadwyżki zysków)
Wartość kapitalizacji rynkowej (<i>market capitalization</i>)	Wartość wszystkich wyemitowanych akcji przedsiębiorstwa. W założeniu ma odzwierciedlać wartość całego przedsiębiorstwa, jednakże nie jest to potwierdzane w praktyce.
Wartość dla biznesu (<i>value to the business</i>)	Wartość aktywów oszacowana dzięki wylczeniu korzyści, jakie osiąga przedsiębiorstwo dzięki ich posiadaniu. Jej wylczenie może być dokonane drogą oszacowania salda przepływów pieniężnych netto przedsiębiorstwa, w przypadku gdy zostałyby ono pozbawione tych aktywów. Koncepcja ta jest tożsama z koncepcją wartości właściciela

1	2
Wartość szacunkowa (<i>estimate value</i>)	Wartość subiektywna wykorzystywana, gdy nie jest możliwe zdefiniowanie wartości rynkowej. Ustalana jest przez bezstronnych ekspertów, zaakceptowanych przez strony transakcji
Wartość podatkowa (<i>tax value</i>)	Wartość będąca podstawą ustalania zobowiązań podatkowych przedsiębiorstwa z tytułu podatków od nieruchomości lub innych aktywów. Wartość podatkowa wykorzystywana jest wyłącznie w celach fiskalnych
Wartość zabezpieczenia (<i>collateral value</i>)	Wartość aktywów wykorzystywana jako podstawa zabezpieczenia określonych zobowiązań. Wartość ta jest równa maksymalnej kwocie kredytu bądź pożyczki, które mogą być udzielone pod zastaw tych aktywów

Źródło: [Zarzecki 1999, s. 25–38].

3. Przegląd celów przeprowadzania wyceny przedsiębiorstwa

Wycena przedsiębiorstwa, dokonywana z wykorzystaniem wymienionych metod wyceny, prowadzi do oszacowania jego wartości. Jednym z najistotniejszych problemów w określeniu jej jest celowość tego procesu. Sytuacje powodujące konieczność wyceny przedsiębiorstwa oraz cele jej przeprowadzenia są w literaturze formułowane różnorodnie. Poniżej przedstawiono wybrane koncepcje ujęcia tych celów.

Wg Kufła istnieją cztery grupy celów przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa [Kufel 1992], a mianowicie:

- 1) zmiany własnościowe w przedsiębiorstwie:
 - kupno-sprzedaż przedsiębiorstwa bądź jego części,
 - wystąpienie udziałowców ze spółki,
 - wywłaszczenie przedsiębiorstwa bądź jego części;
- 2) zmiany strukturalne w przedsiębiorstwie, powiązane częściowo ze zmianami własnościowymi:
 - przyjęcie nowych udziałowców do spółki,
 - wniesienie całości lub części przedsiębiorstwa jako aportu do innej spółki,
 - fuzja z innym przedsiębiorstwem,
 - podział przedsiębiorstwa,
 - likwidacja przedsiębiorstwa,
 - przekazanie bądź zwrot przedsiębiorstwa lub jego części w ramach umowy dzierżawy,
 - analiza przedsiębiorstwa w zakresie możliwości dokonywania w nim zmian strukturalnych;
- 3) konieczność dokonywania rozliczeń z fiskusem:
 - pomiar opłaty skarbowej od transakcji, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo, jego część lub udział w kapitale zakładowym,
 - pomiar podatku od spadków bądź darowizn, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo, jego część lub udział w kapitale zakładowym;
- 4) pozostałe przesłanki:
 - konieczność ubezpieczenia majątku przedsiębiorstwa,

- prezentacja w rocznym sprawozdaniu finansowym wartości udziałów poszczególnych właścicieli w spółce,
- kontrola wewnętrzna wartości kapitału zaangażowanego przez właścicieli w przedsiębiorstwie.

Wg ostatniej z przesłanek przeprowadzania wyceny szacowanie wartości ma na celu wspomaganie procesu zarządzania przedsiębiorstwem. Wynik wyceny ma więc za zadanie określenie, czy decyzje zarządzających przedsiębiorstwem są słuszne z punktu widzenia pomnażania kapitałów zaangażowanych przez właścicieli.

Borowiecki, Jaki oraz Kaczmarek prezentują z kolei pogląd, iż przesłanki przeprowadzenia wyceny są powiązane bezpośrednio ze stronami zainteresowanymi w uzyskaniu informacji o wartości wycenianego przedsiębiorstwa [Borowiecki, Jaki, Kaczmarek 1998]. Wymieniają oni trzy grupy przesłanek przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa, a mianowicie:

- przesłanki o charakterze wewnętrznym występujące, gdy grupami zainteresowanymi wynikiem wyceny są właściciele lub zarządzający przedsiębiorstwem,
- przesłanki o charakterze zewnętrznym, powiązane z szacowaniem wartości przedsiębiorstwa na potrzeby organów podatkowych, sądów oraz instytucji ubezpieczeniowych,
- przesłanki o charakterze wewnątrz-zewnętrznym występujące w przypadku konieczności szacowania wartości przedsiębiorstwa na potrzeby stron uczestniczących w transakcjach kupna-sprzedaży bądź dzierżawy przedsiębiorstwa lub jego części.

Wg tej koncepcji przesłanki o charakterze wewnętrznym są bezpośrednio związane z procesem zarządzania przedsiębiorstwem. Podobnie jak zewnętrzne przesłanki przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa, wynikają one z faktu jego istnienia i działania. Przesłanki o charakterze wewnętrznym i zewnętrznym różni jednak częściowe powiązanie tych ostatnich z zachodzącymi w przedsiębiorstwie zmianami struktury własnościowej. Natomiast wewnątrz-zewnętrzne przesłanki przeprowadzenia wyceny przedsiębiorstwa wynikają już bezpośrednio ze zmian w jego strukturze własnościowej.

Reasumując, okoliczności i zdarzenia powodujące, iż konieczne staje się przeprowadzenie wyceny przedsiębiorstwa, mogą zostać usystematyzowane w ramach dwóch grup [Zarzecki 1999]. W pierwszej z nich znajdują się te zdarzenia, które wpływają na zmianę struktury własnościowej podmiotu, do których można zaliczyć:

- sprzedaż bądź zakup przedsiębiorstwa lub jego części,
- transakcje kupna-sprzedaży udziałów w przedsiębiorstwie, dokonywane pomiędzy jego dotychczasowymi właścicielami,
- podział przedsiębiorstwa, fuzja z innymi podmiotami,
- wniesienie przedsiębiorstwa lub jego części jako aportu do innej spółki,
- nacjonalizacja przedsiębiorstwa,
- likwidacja przedsiębiorstwa.

Druą grupę obejmuje zdarzenia będące wynikiem prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwo, niepowiązane jednak z zachodzącymi w nim zmianami własnościowymi. Do zdarzeń tych zaliczyć można m.in.:

- wybór strategii działania przedsiębiorstwa wg kryterium maksymalizacji jego wartości,
- konieczność ubezpieczenia majątku przedsiębiorstwa oraz ustalenia wartości ewentualnych odszkodowań,
- konieczność zabezpieczenia kredytów bądź pożyczek zaciąganych przez przedsiębiorstwo,
- aktualizację wartości bilansowej aktywów,
- wycenę udziałów w spółce.

Określenie celów przeprowadzenia procesu wyceny jest fundamentalną zasadą wyceny przedsiębiorstwa. Wybór odpowiednich metod wyceny przedsiębiorstwa lub jego składników majątkowych, jak również wynik szacowania, zależą przede wszystkim od celów przeprowadzenia wyceny, przedmiotu wyceny oraz stron zainteresowanych uzyskaniem informacji o wartości.

4. Orientacja zarządzania przedsiębiorstwem na maksymalizację jego wartości jako jeden z celów dokonywania jego wyceny

W koncepcjach ujęcia celów przeprowadzania wyceny występuje nurt zarządzania przedsiębiorstwem, akcentujący przyrost wartości przedsiębiorstwa jako podstawowy cel jego działalności. Przejawem tego są przesłanki dokonywania procesu wyceny na potrzeby właścicieli i zarządzających bądź konieczność wyboru takiej strategii przedsiębiorstwa, której celem będzie wzrost jego wartości.

Takie ujęcie jednego z celów szacowania wartości przedsiębiorstwa jest następstwem zmian zachodzących w gospodarce światowej. Postępujące procesy globalizacji gospodarki światowej, a w szczególności internacjonalizacja rynków kapitałowych, wzrost i ekspansja prywatnego kapitału oraz rewolucja technologiczna w zakresie przekazywania, przetwarzania i udostępniania informacji spowodowały częściową dezaktualizację tradycyjnego postrzegania celów i efektów gospodarowania przedsiębiorstw. W latach 80. XX w. w literaturze z zakresu zarządzania strategicznego pojawił się pogląd, iż celem działalności przedsiębiorstwa w dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej powinna być maksymalizacja jego wartości, tożsama z maksymalizacją bogactwa jego właścicieli. W następstwie zmian zachodzących w gospodarce zmienił się sposób postrzegania wartości przedsiębiorstwa jako kategorii umożliwiającej ocenę rezultatu jego działalności. Wartość przedsiębiorstwa jest w tym przypadku rozumiana jako suma zdyskontowanych, przyszłych przepływów pieniężnych, nie zaś jako księgową wartość jego majątku [Skoczyła 1998]. W tym przypadku w szacowaniu wartości przedsiębiorstwa wykorzystywane są dochodowe metody wyceny, uwzględniające wartość użytkową

przedsiębiorstwa, wyznaczającą jego zdolność do wytwarzania dochodu. W przeciwieństwie do metod dochodowych, majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw nie zapewniają wystarczająco precyzyjnych informacji, które byłyby użyteczne w zarządzaniu ukierunkowanym na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

Orientacja zarządzania przedsiębiorstwem na maksymalizację jego wartości została po raz pierwszy ujęta teoretycznie w pracy A. Rappaporta *Creating Shareholder Value* (1986), co dało początek nurtowi zarządzania, opartemu na maksymalizacji wartości dla właściciela [Rappaport 1986, 1998]. Wskazał on na przewartościowanie celów działalności przedsiębiorstwa pod wpływem zmian, jakim poddana jest współczesna gospodarka światowa. Taki pogląd zaczął bardzo szybko zyskiwać na znaczeniu i wkrótce stał się ogólnie akceptowanym rozwiązaniem w zarządzaniu strategicznym wielu przedsiębiorstw na całym świecie.

Zarządzanie przedsiębiorstwem przez maksymalizację jego wartości to koncepcja znana jako VBM (*value based management*), stanowiąca element łączący strategię przedsiębiorstwa z finansowymi wynikami jego działalności, osiąganymi dzięki odpowiednim sposobom postępowania kadry zarządzającej. VBM zakłada takie kształtowanie procesu podejmowania decyzji, aby wszystkie procesy zarządzania podporządkowane były maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Wartość ta jest uzależniona od prognozy przepływów środków pieniężnych oraz kosztu kapitału. Koszt kapitału jest odzwierciedleniem minimalnych oczekiwań inwestorów co do zwrotu z kapitału. Wg założeń koncepcji VBM wzrost wartości przedsiębiorstwa następuje, gdy inwestuje ono powierzony mu kapitał w taki sposób, aby stopa zwrotu z inwestycji przewyższała koszt tego kapitału. Koszt kapitału kształtowany jest z kolei przez alternatywne możliwości jego inwestowania i uzależniony od poziomu ryzyka inwestowania w przedsiębiorstwo.

W koncepcji VBM podstawowe znaczenie uzyskuje określenie zasadniczego celu jego działalności, za który uważa się maksymalizację jego wartości. Wartość przedsiębiorstwa jest azymutem określającym strategię jego działalności. Tak sformułowany cel uwzględnia pierwszoplanową pozycję właścicieli wśród grup aspiracyjnych, występujących w przedsiębiorstwie w charakterze beneficjentów sukcesu jego działalności. Na styku strategii maksymalizacji wartości i mierników oceny tego procesu znajduje się system zarządzania przez wartość, którego realizacja jest możliwa dzięki odpowiedniemu postępowaniu kadry zarządzającej, motywowanej systemem wynagrodzeń i rozliczanej ze swoich dokonań, dzięki miernikom kreacji wartości przedsiębiorstwa. Zainteresowanie maksymalizacją wartości jako podstawowym celem działalności przedsiębiorstwa spowodowane jest m.in. faktem występowania w dynamicznie zmieniającej się gospodarce następujących procesów:

- nasilania się zagrożeń ze strony inwestorów, dążących do przejęcia niedowartościowanych i źle zarządzanych przedsiębiorstw (zjawisko określane jako „zagrożenie wrogim przejęciem”),
- zmian na rynkach kapitałowych poszczególnych państw, przede wszystkim umiędzynarodowienia rynków kapitałowych,

- rosnącego przekonania zarządzających, iż wykorzystywane dotychczas powszechnie mierniki oceny działalności przedsiębiorstwa, oparte przede wszystkim na kategorii zysku (np. wskaźnik cena/zysk lub zysk przypadający na jedną akcję) bądź rentowności zainwestowanego kapitału, stały się dla nich niewystarczające w procesie podejmowania decyzji o znaczeniu strategicznym,
- publikowania w prasie fachowej informacji o kształtowaniu się wartości przedsiębiorstw, oprócz innych informacji o wynikach działalności przedsiębiorstw,
- rosnącego zrozumienia, iż systemy wynagradzania menadżerów powinny być ściśle powiązane z korzyściami uzyskiwanymi przez właścicieli,
- rosnącej aktywności inwestorów instytucjonalnych, dysponujących znacznymi kapitałami i inwestujących je w przedsiębiorstwa, które potencjalnie umożliwią im uzyskanie satysfakcjonującej ich stopę zwrotu z kapitału,
- swobodnego przepływu kapitału, co jest m.in. następstwem internacjonalizacji rynków kapitałowych,
- rozszerzenia możliwości angażowania kapitału, co stanowi z kolei pochodną rozszerzenia możliwości jego swobodnego przepływu,
- przyjmowania przez coraz większą liczbę zarządzających przedsiębiorstwami maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako głównego celu ich pracy.

Przedstawione powyżej procesy nie wyczerpują listy powodów, dla których istnieje szerokie zainteresowanie maksymalizacją wartości przedsiębiorstw wśród kadry zarządzającej wielu przedsiębiorstw.

5. Podsumowanie

Przedsiębiorstwa, stając w obliczu nasilających się procesów globalizacyjnych, napotykać w swojej działalności wiele nowych wyzwań o niespotykanej dotychczas wielkości. Powoduje to konieczność ponownego określenia celów działalności, strategii umożliwiającej ich osiągnięcie oraz kryteriów oceny rezultatów działalności. W warunkach dynamicznie zmieniającej się rzeczywistości gospodarczej popularnością wśród kadry zarządzającej wielu przedsiębiorstw cieszą się systemy zarządzania, zorientowane na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Powoduje to, iż powszechnie wykorzystywane dotychczas mierniki oceny wyniku gospodarowania, bazujące na informacjach o poziomie wygenerowanego przez przedsiębiorstwo zysku, tracą na znaczeniu na rzecz mierników oceny opartych na analizie wartości. Wartość przedsiębiorstwa staje się jednym z głównych kryteriów jego oceny, a system zarządzania zorientowany na maksymalizację wartości – jednym z głównych celów dokonywania wyceny przedsiębiorstwa. Nie mniej ważnymi powodami dokonywania wyceny są zmiany własnościowe i powiązane z nimi zmiany strukturalne przedsiębiorstw, zachodzące pod wpływem procesów globalizacji gospodarki, jak również coraz częściej akcentowana konieczność realizacji dążeń istniejących w strukturze przedsiębiorstwa i w jego otoczeniu grup aspiracyjnych, ze szczególnym uwzględnieniem interesów jego właścicieli jako beneficjentów sukcesu dzia-

łalności przedsiębiorstwa. Z tych względów realizacja podstawowego celu działalności przedsiębiorstwa – istnienia i rozwoju – utożsamiana jest coraz powszechniej z maksymalizacją jego wartości w wyższym stopniu niż z maksymalizacją zysków generowanych przez przedsiębiorstwo.

Literatura

- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Unternehmenswert. Methoden und Strategien für eine wertorientierte Unternehmensführung*, Campus Verlag, Frankfurt, New York 1994.
- Dobb M., *Teorie wartości i podziału od Adama Smitha. Ideologia a teoria ekonomii*, PWE, Warszawa 1976,
- Kierunki przekształceń w gospodarce. Aspekt teoretyczno-praktyczny*, oprac. zbior, pod red. R. Borowieckiego, wyd. 2, TNOiK, Kraków 1991.
- Kufel M., *Metody wyceny przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo „Park”, Bielsko-Biała 1992.
- Mały słownik języka polskiego*, pod red. S. Skorupki, H. Auderskiej, Z. Lempickiej, PWN, Warszawa 1969.
- Miles R.C., *Basic business appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984.
- Osiatyński J., *Kapitał, podział, wartość. Kryzys ekonomii neomarginalistycznej*, PWN, Warszawa 1978.
- Rappaport A., *Creating shareholder value. A guide for managers and investors*, The Free Press, New York 1998.
- Skoczylas W., *System wskaźników finansowych w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 329, Szczecin 2002.
- Skoczylas W., *Wartość przedsiębiorstwa w systemie jego oceny*, Rozprawy i Studia, t. 295, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 1998.
- Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

TARGETS OF THE ENTERPRISE VALUATION

Summary: The purpose of the study is a presentation of the selected problems about circumstances of the enterprise valuation. In the study you will find a notion and main guidelines of the enterprise value conception, as well as the justification of the enterprise valuation considerate value based management.