

Aneta Sokół, Anna Owidia Surmacz

Wartość rynkowa przedsiębiorstw : próba oceny wyceny wiedzy

Ekonomiczne Problemy Usług nr 44, cz. 2, 247-258

2009

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Aneta Sokół¹, Anna Owidia Surmacz²

WARTOŚĆ RYNKOWA PRZEDSIĘBIORSTW – PRÓBA OCENY WYCENY WIEDZY

Wartość przedsiębiorstwa

Wartość¹ przedsiębiorstwa to główna kategoria myślenia ekonomicznego. Jest ona najlepszym miernikiem jego oceny, ze względu na swą pojemność informacyjną na temat funkcjonowania przedsiębiorstwa w dłuższym przedziale czasu⁴. Wartość przedsiębiorstwa publicznego, jak i niepublicznego jest wypadkową określonych oczekiwań i decyzji inwestorów w danym okresie czasu, dlatego prawdziwe wydaje się powszechne stwierdzenie, iż „firma jest warta tyle, ile kupujący jest gotowy za nią zapłacić”. Należy dodać, iż wartość firmy o określonych parametrach rynkowych i finansowych może być różnie postrzegana przez potencjalnych inwestorów. Charakter subiektywny ma także problem niedowartościowania przedsiębiorstw, a przyczyny niedowartościowania konkretnej firmy mogą być różne np. złe zarządzanie firmą, nieumiejętne wykorzystanie swoich zasobów, niewłaściwie sformułowana strategia działania itp.

Pojęcie „wartość przedsiębiorstwa” ma w literaturze przedmiotu wiele definicji. W ujęciu klasycznym, wartość przedsiębiorstwa stanowi suma jego wartości niematerialnych i materialnych, pomniejszona o zobowiązania⁵. Warto wskazać, że w zarówno w teorii, jak i w praktyce gospodarczej funkcjonują pojęcia „wartość przedsiębiorstwa” i „wartość firmy”, które należy rozróżniać. W rozumieniu prawa handlowego, pod pojęciem firmy kryje się przedsiębiorstwo prowadzące działalność i występujące w obrocie gospodarczym. Tak więc, firma stanowi element składowy przedsiębiorstwa⁶.

Powszechne określenie wartości firmy to *goodwill*, co oznacza wartość reputacji firmy. Jeżeli przedsiębiorstwo wykazuje stratę na działalności operacyjnej, to jego *goodwill* jest ujemna (z ang. *badwill* lub *negative goodwill*), czyli wartość rynkowa

¹ Dr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

² Dr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług, Uniwersytet Szczeciński.

³ Szerzej na temat koncepcji teorii wartości jako pojęcia o wielorakim znaczeniu w: D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii i praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000, s. 11-33.

⁴ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 42.

⁵ Szerzej na temat czynników warunkujących wartość przedsiębiorstwa w: J. Śliwa, S. Wymysłowski, *Postawowe czynniki kreujące wartość firmy*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2001, s. 137-143.

⁶ M. Siudak, *Zarządzanie wartością...*, op. cit. s. 13.

w stosunku do wartości księgowej jest mniejsza⁷. Przedsiębiorstwa zwiększając swoją wartość, generują jednocześnie wyższą wartość dla swoich kontrahentów, zarządu (wzrost wynagrodzeń), państwa (poprzez odprowadzane podatki) i dalszego otoczenia (stosowanie zasad etyki biznesu w zakresie ochrony środowiska, sponsoring imprez masowych i fundacji charytatywnych)⁸. Nie przywiązywanie wagi przez przedsiębiorstwo do wzrostu swej wartości powoduje powstanie tzw. luki wartości (dodatniej różnicy możliwej do osiągnięcia pomiędzy wartością jednostki, a jej aktualną wartością rynkową). Istnienie luki wartości nie jest korzystne dla przedsiębiorstwa, gdyż może doprowadzić do jego wrogiego przejęcia przez inwestorów poszukujących „okazji” rynkowych. Tracą wówczas na tym zarówno akcjonariusze, zarząd i pracownicy przedsiębiorstwa, jak i niekiedy inne podmioty z nim związane.

Według M. Siudaka⁹ wartość firmy jest nadwyżką wartości rynkowej przedsiębiorstwa nad wartością netto jego rzeczowych składników majątkowych. Jeżeli wartość ta jest dodatnia, to wartość przedsiębiorstwa przewyższa wartość netto jego majątku. Z tego wniosek, że ekonomiczne źródło wartości firmy wynika z efektu synergii. Efekt synergiczny przedsiębiorstwa przynoszą funkcjonujące razem aktywa, które mają większą wartość od sumy wartości ich poszczególnych składników. Ponadto zdolność przedsiębiorstwa do generowania zysku przyczynia się do kreowania wartości firmy, a to z kolei skłania inwestorów do zapłacenia za nie o tę wartość więcej (tzn. powyżej wartości netto rzeczowych aktywów)¹⁰.

Szacowanie wartości przedsiębiorstwa odbywa się ze względu na różne cele, które podmiot chce osiągnąć poprzez takie działania. W związku z tym wyróżniamy¹¹:

- cele wyceny mające podstawowe znaczenie dla pozycji rynkowej i ekonomicznej przedsiębiorstwa, bądź dla kształtowania społecznego odbioru ogólnej sytuacji przedsiębiorstwa, występuje tu potrzeba ciągłego dysponowania informacją o wartości przedsiębiorstwa niezbędną do podejmowania właściwych decyzji, sprzyjających zwiększaniu wartości przedsiębiorstwa.
- cele występujące okresowo, wymagają one z reguły zaangażowania rzeczoznawców ds. wyceny zasobów np. z uwagi na ubieganie się o długo-okresowy kredyt bankowy,
- cele pojawiające się przypadkowo, wynikają one z sytuacji dość nadzwyczajnych, ale prawnie usankcjonowanych.

Warto zauważyć, że cele dla których dokonuje się szacowanie wartości przedsiębiorstwa determinują metody i procedurę postępowania. Według D. Zarzeckiego metody wyceny wartości przedsiębiorstwa dzieli się na: dochodowe, majątkowe, mieszane, porównawcze (rynkowe), niekonwencjonalne¹².

Metody majątkowe to: wartość księgowa, odtworzeniowa, likwidacyjna.

⁷ Ibidem, s. 16.

⁸ Ibidem., s. 47.

⁹ Ibidem, s. 14.

¹⁰ Ibidem, s. 15–16.

¹¹ A. Dyduch, Z. Wydmus, *Czynnik ludzki w świetle pomiaru wartości przedsiębiorstwa*. [w:] E. Urbańczyk (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju. Tom I*. Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2003, s. 315, za: A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 1999, s. 105–107.

¹² D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys...*, op. cit., s. 55.

Metody dochodowe to: oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych – (DCF, APV), rynkowe – (EVA, MVA), wyceny rynkowej, wyceny wielokrotnej – (mnożnik cenowo-dochodowy, stopa dywidendy).

Metody mieszane to: niemiecka, szwajcarska, anglosaska, oparta na tempie pomnażania wartości.

Metody rynkowe to: metody mnożnikowe, transakcji porównywalnych.

Metody niekonwencjonalne to: wycena oparte na teorii opcji, wycena z opóźnieniem czasowym, inne metody niekonwencjonalne.

Prawidłowy wybór metody wyceny wartości przedsiębiorstwa uwarunkowany jest czynnikami ze sfery ogólnej funkcjonowania podmiotów, jak i szczegółowej. Wśród czynników ogólnych determinujących powyższą kwestię wyboru metody zaliczamy m.in. cel wyceny, podmiot wyceny, ogólny stan i prognozy rozwoju gospodarki, stan rynku papierów wartościowych. Do czynników szczegółowych zaliczamy: jakość dostępnych informacji, stan i perspektywy rozwoju branży, obecną sytuację ekonomiczną przedsiębiorstwa, zakres działania podmiotu i jego stopień dywersyfikacji¹³.

Tabela 1. Korzyści wynikające ze znajomości wyniku wyceny wartości przedsiębiorstwa.

Wycena pomaga sprzedającym	Wycena pomaga kupującym
Określić przedział, w którym na podstawie bieżących i oczekiwanych warunków rynkowych znajduje się obecna wartość przedsiębiorstwa	Określić przedział, w którym na podstawie bieżących i oczekiwanych warunków rynkowych znajduje się obecna wartość przedsiębiorstwa – kandydata na nabycie
Upewnić się, że poszczególne składowe nie przyczyniają się do zmniejszenia wartości całości przedsiębiorstwa	Upewnić się, czy proponowana cena za nabycie przedsiębiorstwa nie jest zbyt wysoka
Określić cenę sprzedaży	Określić dostępne i optymalne sfinansowanie transakcji nabycia przedsiębiorstwa
Podjąć decyzje o ewentualnej sprzedaży, utrzymaniu, ofercie publicznej lub likwidacji części albo całości przedsiębiorstwa	Rozważyć wpływ wariantowych scenariuszy rozwoju przedsiębiorstwa na opłacalność transakcji
Wzmocnić argumentację cenową w trakcie negocjacji dotyczących ewentualnej sprzedaży	Wzmocnić argumentację cenową w trakcie negocjacji dotyczących ewentualnego nabycia
	Ugruntować wiedzę o sektorze i pozycji konkurencyjnej nabywanego przedsiębiorstwa

Źródło: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007, s. 19.

¹³ J. Jagielski, J. Lisiewicz, K. Żyndul, *Zasadność działań konsolidacyjnych podmiotów gospodarczych w odniesieniu do przemysłu chemicznego i działalności spółek porotowych*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – teoria i praktyka. Tom 2*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002, s. 1101.

Motywy przeprowadzania wycen przedsiębiorstw, można ogólnie sklasyfikować w następujące grupy¹⁴:

1. Transakcje kapna – sprzedaży, gdzie wycena od strony kupującego powinna wykazać maksymalną, a od strony sprzedawcy – minimalną akceptowaną cenę transakcyjną.
2. Wycena spółek notowanych na rynku kapitałowym (giełdzie papierów wartościowych).
3. Określenie wartości akcji na potrzeby oferty publicznej, gdzie wycena argumentuje proponowaną ceną akcji.
4. Tworzenie systemów wynagrodzenia pracowników i członków zarządu opartych na efektach osiągniętych z koncepcji kierowania wartością.
5. Identyfikacja determinant wartości przedsiębiorstwa, gdzie wycena pozwala zaobserwować, które z determinant wartości mają zasadniczy wpływ na bieżącą wartość osiąganą przez przedsiębiorstwo.
6. Decyzje strategiczne dotyczące dalszego działania przedsiębiorstwa, gdzie wycena jest wstępnym i ważnym etapem w procesie decyzji o kontynuacji działalności, likwidacji biznesu, restrukturyzacji.

Planowanie operacyjne i strategiczne, gdzie wycena ma zasadnicze znaczenie w procesie decyzyjnym.

Wiedza jako główny kreator wartości rynkowej współczesnych przedsiębiorstw

Współcześnie wiedza stanowi o wartości współczesnego przedsiębiorstwa, a zarządzanie nim coraz częściej związane jest z podejmowaniem inwestycji w rozwój technologii informacyjnej, informatycznej, oprogramowania, sieci, baz danych. Warto zaś podkreślić, że te wszystkie elementy stanowią pochodną wiedzy, która wraz z innymi aktywami niematerialnymi warunkują pozycję konkurencyjną przedsiębiorstw na rynku. Dlatego też coraz więcej przedsiębiorstw decyduje się podjąć działania mające na celu ocenę zasobów niematerialnych by ostatecznie ustalić potencjalne przewagi konkurencyjne oraz swoją wartość rynkową¹⁵. Ponadto, brak dostosowawczych działań w tym zakresie prowadzi do powolnej degradacji przedsiębiorstwa, ponieważ współczesny świat zaawansowanych technologii stał się nieodłącznym elementem wolnego rynku. Wykorzystanie wiedzy, a wraz z nią nowoczesnych form jej przekazu jest zgodne z działalnością opartą o współczesne zasady, na których opiera się ekonomia wiedzy¹⁶.

Zatem wiedza stanowi nadrzędny czynnik sprawczy wszystkich zachodzących procesów decyzyjnych oraz ich związków przyczynowo-skutkowych w gospodarkach na świecie, a zatem i w rozwoju podmiotów gospodarczych. Warto wskazać, że w świecie nauk ekonomicznych wyodrębniono następujące atrybuty ekonomii wiedzy, do których możemy zaliczyć:

1. wiedza, staje się znaczącym zasobem kreującym wartość rynkową organizacji.

¹⁴ P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007, s. 186-187.

¹⁵ N. Bontis, *There's a price on your head: Managing intellectual capital strategically*, „Business Quarterly” 1996, nr 4, s. 47.

¹⁶ A. Sectharaman, H. Sooria, A. S. Saravanan, *Intellectual capital accounting and reporting in the knowledge economy*, „Journal of Intellectual Capital” 2002, nr 2, s. 128-129.

2. udział procentowy wartości czynnika wiedzy w produktach oraz usługach stanowi znaczącą ich część,
 3. ekonomia wiedzy klasyfikuje usługi na tym samym poziomie co produkty w łańcuchu dochodowym krajów,
- ponadto:
4. w ekonomii wiedzy zasoby niematerialne nie są już własnością organizacji, tylko pracowników w związku z tym pracownicy stanowią kluczowy zasobów rynkowej przedsiębiorstwa,
 5. dokonała się zasadnicza zmiana procesów zarządzania przedsiębiorstwem.

Tabela 2. Przeobrażenia społeczno-gospodarcze.

Efekty przeobrażeń społeczno-gospodarczych		
Pojęcie	Era przemysłowa	Era wiedzy
podstawowy zasób	kapitał	wiedza
ludzie (pracownicy)	źródło kosztów	inwestycja
władza	zależy od zajmowanego szczebla w organizacji	zależy od posiadanych umiejętności, wiedzy i reputacji
styl zarządzania	nakazy i kontrola	partycypacyjny
struktura organizacyjna	hierarchiczna (najczęściej zbiurokratyzowana i scentralizowana)	sieciowa (wirtualna), płaska, ad hoc lub hipertekstowa
strategia	nastawiona na konkurencję	nastawiona na kooperację
kultura organizacyjna	oparta na posłuszeństwie	oparta na zaufaniu
wartość rynkowa	zależy od posiadanych aktywów finansowych i rzeczowych	zależy od kapitału intelektualnego (wszelkich aktywów niematerialnych)
motywacja	głównie poprzez bodźce finansowe	poprzez wewnętrzną satysfakcję
relacje z klientami	jednokierunkowe poprzez rynek	interaktywne poprzez współpracę
ciągłe zmiany	zagrożenie	okazja
rozwój	liniowy, możliwy do przewidzenia	chaotyczny (skokowy), trudny do przewidzenia
wykorzystanie najnowocześniejszych technologii	ważne	niezbędne

Efekty przeobrażeń społeczno-gospodarczych		
Pojęcie	Era przemysłowa	Era wiedzy
dominujący sektor	przemysł ciężki	usługi, przetwarzanie informacji
najważniejsze wynalazki z punktu widzenia poprawy efektywności zarządzania	linia montażowa	Internet
przykłady przedsiębiorstw	Ford, General Motors, Exxon	Microsoft, AOL, Amazon

Źródło: M. Strojny, Kapitał intelektualny w cenie, <http://www.pckurier.pl/archiwum/art0.asp?ID=457>.

Z powyższego wynika, że wiedza i próba jej opisanie w rozwoju przedsiębiorstwa w literaturze przedmiotu napotyka wiele trudności. Pomiar wiedzy jest w dalszym ciągu metodologicznie nieuporządkowany, stąd też niewielu autorów podejmuje się prowadzenia takich badań. Oczywiście w rozumieniu makroekonomicznym istnieje wiele metod pomiaru i analizy GOW, które to zawierają liczne wskaźniki służące próbom wnikliwej oceny tych zjawisk. Najbardziej powszechnie, wraz z obszarami tematycznymi, stanowią główną podstawę do wskazania innych metod, które mogłyby zostać zastosowane. Zaliczamy do nich metodologię Banku Światowego, OECD, Unii Europejskiej oraz innych instytucji naukowych w Polsce i nie tylko¹⁷. Nie powstała jak dotąd także jednolita miara opisująca wzrost wartości przedsiębiorstwa poprzez przyrost w nim zasobu wiedzy. Badacze przedmiotu próbują oczywiście tworzyć syntetyczne wskaźniki w oparciu o pomiar poszczególnych elementów kapitału intelektualnego, którego jak wiadomo składnikiem jest wiedza. Pomiar wiedzy i jej wzrost w przedsiębiorstwie odzwierciedlany jest obecnie w bilansie jedynie poprzez wycenę aktywów niematerialnych, ale nieokreślone w rozumieniu informacji sprawozdawczej. Wynika to z tego, że wartość księgowa organizacji rozpatrywana jest na podstawie sprawozdań finansowych, natomiast wartość rynkowa determinowana jest przez aktywa niematerialne do których zaliczamy: zasoby ludzkie (pracownicy i ich wiedza, zawodowe kwalifikacje, marka, strategie i modele biznesowe, czyli zarządzanie wiedzą itp.).

Kapitał wiedzy = kapitał intelektualny = aktywa niefinansowe = aktywa niematerialne =
aktywa ukryte = aktywa niewidzialne = środki osiągnięcia celu

Kapitał wiedzy = wartość rynkowa – wartość księgowa organizacji

Źródło: L. Edvišson, M.S. Malone, *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swojego przedsiębiorstwa odkrywając jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001, s. 18.

Z drugiej jednak strony pojawiają się liczne głosy w literaturze przedmiotu dotyczące sensu wyceny wiedzy. Skoro jest ona ujmowana fragmentarycznie jedynie w pozycji wartości niematerialne i prawne, i ujmuje ona jedynie wybrane pozycje to

¹⁷ *Gospodarka oparta na wiedzy – Stan, diagnoza i wnioski dla Polski. Ekspertyza Instytutu Zarządzania, Wiedza w Krakowie, Warszawa Kraków 2002, s. 25-75 za: P. Galiński, Europa informacyjna. Aspekty instytucjonalne oraz ich implikacje dla rozwoju regionalnego, <http://galinski.pwsh.elblag.pl/euroinf.pdf>.*

usilne dążenie do stworzenia pomiaru jej może zdaniem ekspertów wywoływać niepożądane zamieszczenie. Uzasadnieniem powyższej tezy jest to, że wiedza jest nie kwestionowanym zasobem warunkującym w dzisiejszej gospodarce istnienie wielu przedsiębiorstw, ale jej wartość jest szybko ulotna i często nieuchwytna. Ponadto większość aktywów tego rodzaju powstaje i pozostaje wewnątrz firmy, i nigdy nie jest obiektem transakcji rynkowych. Próby pomiaru wiedzy i jej zmienności mogłyby wprowadzić zbyt częste wahania zmienności wartości spółki. Ponadto stworzyć to może błędne wrażenie dotyczące faktu, że wartość wiedzy zmienia się z dnia na dzień¹⁸.

Tabela 3. Metody wyceny kapitału intelektualnego.

Rok	Nazwa	Autor	Opis metody
1992	Balanced ScoreCard	Robert Kaplan i David Norton	Wartość firmy jest mierzona z uwzględnieniem czterech perspektyw: finansowej, klienta, wewnętrznych procesów oraz rozwoju i wzrostu. Kluczowe mierniki bazują na strategicznych celach firmy.
1993	Skandia Navigator™	Edvinsson	Kapitał intelektualny jest mierzony poprzez analizę aż do 164 mierników (91 intelektualnych, 73 tradycyjnych), które pokrywają 5 aspektów: finansowy, klienta, procesu, rozwoju i ludzki.
1994	Intangible Asset Monitor	Karl-Erik Sveiby	Menadżerowie wybierają wskaźniki na podstawie celów strategicznych firmy, by mierzyć 4 aspekty kreowania wartości (wzrost, odnawianie, efektywność, stabilność) spośród 3 klas niematerialnych zasobów (wiedza ludzi, wewnętrzna struktura, zewnętrzna struktura).
1995	Holistic Accounts	Ramboll Group	Duńska grupa konsultingowa prezentuje rokrocznie własny raport opisujący 9 kluczowych obszarów z wskaźnikami: wartość i zarządzanie, procesy strategiczne, zasoby ludzkie, zasoby strukturalne, konsultacje, wyniki w zakresie zadowolenia klientów, pracowników, społeczeństwa i wyniki finansowe.
1996	Citation-Weighted Patents	Bontis	Wskaźnik technologiczny jest wyliczany na podstawie patentów rozwijanych przez firmę. Kapitał intelektualny jest mierzony na podstawie wpływu badań na różnego rodzaju wskaźniki, takie jak ilość patentów, stosunek kosztu patentu do sprzedaży etc.
1997	IC-Index™	Roos, Roos, Dragonetti & Edvinsson	Wartość kapitału intelektualnego dla firmy jest oceniana na podstawie diagnostycznej analizy odpowiedzi firmy na 20 pytań pokrywających 4 główne składniki kapitału intelektualnego: zasoby ludzkie, zasoby wiedzy, zasoby rynkowe, zasoby infrastrukturalne.
1997	Value Added Intellectual Coefficient (VAIC™)	Pulic	Równanie, które mierzy w jakim stopniu i jak efektywnie kapitał intelektualny kreuje wartość bazując na relacjach pomiędzy trzema głównymi składnikami: 1) zatrudnionym kapitałem, 2) kapitałem ludzkim, 3) kapitałem strukturalnym. VAIC™ _i = CEE _i + HCE _i + SCE _i

¹⁸ E. Maczyńska, *Wycena wiedzy a wycena przedsiębiorstw*, [w:] B. Godziszewski, M. Hafler, M.J. Stanekiewicz (red.), *Wiedza jako czynnik międzynarodowej konkurencji*, TNOiK, Toruń 2005, s. 257.

Rok	Nazwa	Autor	Opis metody
1997	Cumulated Intangible Value (CIV)	Stewart, Luthy	Przystosowana amerykańskiej metody podatkowej do mierzenia wartości niematerialnej firmy. Liczy ona nadwyżkę zwrotu na aktywach trwałych a następnie wykorzystuje ją do wyliczania proporcji, jaka przypada na wartości niematerialne.
1997	Economic Value Added (EVA™)	Stewart	Przypisanie ogłoszonego przez firmę zysku do wartości niematerialnych. Zmiany wartości wskaźnika EVA, pokazują, czy kapitał intelektualny jest wydajny czy też nie.
1997	Market-to-Book Value	Stewart, Luthy	Wartość kapitału intelektualnego jest wyliczana jako różnica pomiędzy wartością rynkową firmy (wartością jej akcji) a wartością księgową.
1998	Investor assigned market value (IAMV™)	Standfield	Uznaje, iż prawdziwa wartość firmy (tzw. Company's True Value), to wartość rynkowa jej akcji, a następnie dzieli ją na kapitał trwały, zrealizowany kapitał intelektualny, erozję kapitału intelektualnego i długotrwałą przewagę konkurencyjną (SCA – Sustainable Competitive Advantage)
1998	Accounting for the Future (AFTF)	Nash H.	System projekcji zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Różnica pomiędzy wartością AFTF na końcu i na początku okresu, to wartość dodana w czasie tego okresu.
1998	Inclusive Valuation Methodology (IVM)	McPherson	Używa hierarchii ważonych wskaźników, które są ze sobą połączone. Koncentruje się ona bardziej na wartościach względnych niż na bezwzględnych. Połączona Wartość Dodana = Pieniężna Wartość Dodana wraz z Niematerialną Wartością Dodaną.
1999	Knowledge Capital Earnings	Lev	Przychody z kapitału intelektualnego (Knowledge Capital Earnings) są liczone jako część ponad przychody z aktywów ujętych w książkach rachunkowych unormowanych przychodów (trzyletnia średnia przemysłowa uaktualniona o prognozę). Przychody są następnie używane do kapitalizowania kapitału intelektualnego (podobnie jak w metodzie CIV).
2000	Total Value Creation, TVC™	Anderson & McLean	Projekt zapoczątkowany przez the Canadian Institute of Chartered Accountants. TVC używa zdyskontowanych szacowanych przepływów pieniężnych do oszacowania wpływu wydarzeń na zaplanowane wcześniejszej aktywności.
2000	Intellectual Asset Valuation	Sullivan	Metoda wyceny wartości własności intelektualnej.
2000	The Value Explorer™	Andriessen & Tiessen	Metoda rachunkowości zaproponowana przez KMPG w celu wyliczenia i alokacji wartości 5 szczególnych typów zasobów niematerialnych: 1) zasoby i wyposażenie, 2) umiejętności i cicha wiedza, 3) wspólne wartości i normy, 4) technologia i wiedza specjalistyczna, 5) procesy zarządzania.
2000	Value Creation Index (VCI)	Baum, Ittner, Larcker, Low, Siesfeld, and Malone	Metoda rozwinięta przez Wharton Business School, wraz z Cap Gemini Ernst & Young Center for Business Innovation i Forbes. Estymuje ważność różnych nie finansowych metryk w wyjaśnianiu rynkowej wartości firm. Różne czynniki są przyjmowane dla różnych sektorów gospodarki. VCI koncentruje się na wskaźnikach, które są uznawane za istotne przez rynek, a nie przez menadżerów.

Wartość rynkowa przedsiębiorstw

Rok	Nazwa	Autor	Opis metody
2001	Knowledge Audit Cycle	Marr & Schizma	Metoda oceny sześciu wymiarów wiedzy w czterech krokach: 1) zdefiniowanie kluczowych zasobów wiedzy, 2) zidentyfikowanie kluczowych procesów dotyczących wiedzy, 3) zaplanowanie działania związanego z procesami dotyczącymi wiedzy, 4) implementacja i monitorowanie poprawy, a następnie przejście do kroku pierwszego.
2002	Meritum guidelines	Meritum Guidelines	Sponsorowany przez Unię Europejską projekt, którego celem jest wyznaczanie podstaw do zarządzania i ujawnienia zasobów niematerialnych w trzech krokach: 1) zdefiniowanie celów strategicznych, 2) zidentyfikowanie zasobów niematerialnych, 3) podjęcie działań do rozwinięcia zasobów niematerialnych. Wyróżnione zostały trzy klasy zasobów niematerialnych: kapitał ludzki, kapitał strukturalny i kapitał relacji.
2002	Value Chain Scoreboard™	Lev B.	Macierz nie finansowych wskaźników podzielonych na trzy kategorie zgodnie z cyklem rozwoju (odkrywanie/uczenie, wdrożenie, komercjalizacja).
2002	IC Rating™	Edvinsson	Macierz nie finansowych wskaźników podzielonych na trzy kategorie zgodnie z cyklem rozwoju (odkrywanie/uczenie, wdrożenie, komercjalizacja).
2002	FiMIAM	Rodov & Leliaert	Ocenia wartość pieniężną składników kapitału intelektualnego. Kombinacja miar zarówno materialnych jak i niematerialnych zasobów. Metoda próbuje połączyć wartość kapitału intelektualnego z wartością rynkową będącą ponad wartością księgową.
2003	IC-dVAL™	Bonfour	Dynamiczna ocena kapitału intelektualnego (Dynamic Valuation of Intellectual Capital) łączy wskaźniki z czterech sfer konkurencyjności: zasoby i kompetencje, procesy, zasoby niematerialne (strukturalne i ludzkie).
2003	Danish guidelines	Mouritzen, Bukh i in.	Rekomendacja na podstawie projektu sponsorowanego przez rząd, dotycząca raportowania zasobów niematerialnych przez duńskie firmy. Raport o zasobach niematerialnych powinien zawierać: 1) opis zasobów niematerialnych, 2) zbiór wyzwań dotyczących zarządzania, 3) inicjatywy, 4) odpowiednie wskaźniki.
2004	MAGIC	EU research Project	Projekt częściowo sfinansowany przez Komisję Europejską. Metoda przypomina model Skandia z kapitałem ludzkim, rynkowym i innowacyjnym.
2004	Topplnjen Business IQ	Sandvik	Kombinacja czterech indeksów: indeksu tożsamości, indeksu zasobów ludzkich, indeksu zasobu wiedzy, indeksu reputacji. Rozwinięta w Norwegii przez firmę konsultingową Humankapitalgruppen.
2004	National Intellectual Capital Index	Bontis	Zmodyfikowana wersja „Skandia Nawigator” dla kraju: bogactwo narodowe to bogactwo finansowe oraz kapitał intelektualny (kapitał ludzki i strukturalny).

Źródło: opracowanie na podstawie <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm> za: D. Karas, *Intelektualizacja przedsiębiorstw w XXI wieku. Badania nad przedsiębiorczością intelektualną oraz metody wyceny kapitału intelektualnego*, SGH, Warszawa 2006 (maszynopis), s. 45-49.

Aczkolwiek pomimo nie uporządkowania metodologicznego warto dokonywać prób pomiaru aktywów niematerialnych, ponieważ istnieje kilka powodów które sprzyjają tym procesom, a mianowicie:

- transakcje wyceny i ustalania struktury dla sprzedaży i zakupu niemierzalnych aktywów,
- finansowanie zobowiązań przez źródła finansowania krótkoterminowe, obrotowe czy długoterminowe,
- planowanie opodatkowania,
- zarządzanie, informacja i planowanie, włącznie z planowaniem strategicznym i dotyczącym inwestycji,
- audyt praw majątkowych,
- szacunkowe badanie wartości marki, prestiżu firmy, zaufania klientów,
- planowany aport wartości niematerialnych.

Tabela 4. Porównanie metod pomiaru.

	Podjęcie kosztowe	Podjęcie przychodowe	Podjęcie rynkowe	Opcje	KVA (wartość dodana wiedzy)
Co jest mierzone?	Wartość przedsiębiorstwa	Wartość przedsiębiorstwa lub projektu	Wartość przedsiębiorstwa	Wartość projektu	Wkład wiedzy w wartość firmy
Jaka zasada pomiaru jest stosowana?	Wartość przedsiębiorstwa = wartość rynkowa zasobów materialnych i niematerialnych	Wartość jest to wartość obecna przyszłych przychodów na podstawie danych historycznych	Wartość przedsiębiorstwa = wartość mierzona przez porównanie z konkurencją rynkową	Wartość projektu = wartość opcji = wartość czasu + wartość wewnętrzna	Wkład = wartość tworzona w procesach, przychód na jednostkę wiedzy
Jaki jest wskaźnik?	Wartość rynkowa zasobów	Wartość bieżąca przepływów pieniężnych	Cena wartość rynkowa itp.	NPV	ROK
Jakie są źródła danych?	Historyczne dane księgowe i bieżące wartości rynkowe	Historyczne dane księgowe i bieżące wartości rynkowe	Dane historyczne o konkurencji	6 wskaźników stosowanych przy wycenie opcji	Informacja o procesach
Jak jest mierzona wartość?	Przy pomocy bieżących wartości rynkowych aktywów i zobowiązań	Z projekcji bieżących przepływów w oparciu o dane historyczne	Z danych publicznych porównywalnych z badaną firmą	Ze stopy zwrotu + wartość projektu z jego wyników	Analiza procesów
Jak są traktowane aktywa niematerialne?	Tylko jeżeli figurują w bilansie: przepływach	Włączone zasoby projektu i uwzględnienie ze względu na potencjał generowania przyszłych przychodów	Włączone w wartości rynkowe dostępne z danych publicznych	Nie bezpośrednie	Wiedza jest kluczowa dla tej metody

	Podjęcie kosztowe	Podjęcie przychodowe	Podjęcie rynkowe	Opcje	KVA (wartość dodana wiedzy)
W jaki sposób metoda obejmuje zmianę?	Przy pomocy sprowadzania wartości księgowych i rynkowych	Włączone w sposób ukryty przez stopy wzrostu	Nie obejmuje	Wartości ryzyka są skodyfikowane	Skodyfikowana wiedź

Na potwierdzenie słuszności tezy, że jednak warto badać wartość rynkową przedsiębiorstwa, której składnikiem jest wiedza są przeprowadzone badania w USA na 30 tys. spółek giełdowych z lat 1989–1999, które wykazały, że niezależnie od branży w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo jego wartość rynkowa w stosunku do wartości księgowej jest wyższa¹⁹. Warto podkreślić, że badania prowadzone w innych krajach również potwierdzają powyższą prawidłowość, choć na uwagę zasługuje fakt, że najwyższa różnica pomiędzy wartością rynkową spółek, a ich wartością księgową jest najwyższa w przedsiębiorstwach opartych na wiedzy. Na uwagę zasługuje fakt, zainteresowania inwestorów podmiotami, których wartość rynkowa wzrasta niezależnie nawet od branży, ponieważ oznacza to pojawienie się nowoczesnych innowacyjnych rozwiązań, które mogą w niedalekiej nawet przyszłości wpływać korzystnie na pozycję konkurencyjną danej firmy, a to oczywiście będzie przekładało się na określoną wartość osiąganego zysku.

Zakończenie

Reasumując można powiedzieć, że wciąż narastające znaczenie zasobu wiedzy we wszystkich gospodarkach na świecie, a w tym i pojedynczych podmiotów wymusza podjęcie próby stworzenia syntetycznych miar pomiaru jej wzrostu. Zdaniem E. Mączyńskiej „...zasadne byłoby – moim zdaniem – uzupełnienie lub korygowanie dotychczas stosowanych tradycyjnych metod i wskaźników poprzez wykorzystanie metod stosowanych w ocenie ryzyka biznesu, w tym systemów wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, chociażby takich narzędzi jak np. analiza dyskryminacyjna, sieci neuronowe i inne...”

Literatura

1. Bontis N., *There's a price on your head: Managing intellectual capital strategical-ly*, „Business Quarterly” 1996, nr 4.
2. Dyduch A., Wydmus Z., *Czynnik ludzki w świetle pomiaru wartości przedsiębiorstwa*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju. Tom I*, Wydawnictwo KREOS, Szczecin 2003.
3. Edvisson L., Malone M. S., *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swojego przedsiębiorstwa odczytując jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001.
4. Galiński P., *Europa informacyjna. Aspekty instytucjonalne oraz ich implikacje dla rozwoju regionalnego*, <http://galinski.pwsz.elblag.pl/euroinf.pdf>.

¹⁹ Ibidem, s. 258.

5. *Gospodarka oparta na wiedzy – Stan, diagnoza i wnioski dla Polski*, Ekspertyza Instytutu Zarządzania, *Wiedza w Krakowie*, Warszawa–Kraków 2002.
6. Jagielski J., Lisiewicz J., Żyndul K., *Zasadność działań konsolidacyjnych podmiotów gospolarczych w odniesieniu do przemysłu chemicznego i działalności spółek porotowych*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – teoria i praktyka. Tom 2*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
7. Mączyńska E., *Wycena wiedzy a wycena przedsiębiorstw*, [w:] B. Godziszewski, M. Haffler, M.J. Stankiewicz (red.), *Wiedza jako czynnik międzynarodowej konkurencji*, TNOiK, Toruń 2005.
8. Seetharaman A., Sooria H., Saravanan A.S., *Intellectual capital accounting and reporting in the knowledge economy*, „Journal of Intellectual Capital” 2002, nr 2.
9. Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
10. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
11. Śliwa J., Wymysłowski S., *Postawowe czynniki kreujące wartość firmy*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2001.
12. A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Wydawnictwo Poltex, Warszawa 1999.
13. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw. Zarys teorii a praktyka*, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2000.

Summary

THE MARKET VALUE OF ENTERPRISES ATTEMPT TO ASSESS THE VALUATION OF KNOWLEDGE

Estimating the value of the company, namely the valuation of its value, is a specific case of measuring the economic category. This process plays an important role in financial management, especially in the analysis of various investment projects, including assessing the cost effectiveness and actions. Therefore, the article was taken from the discussion above and presents the main subject of discussion was concentrated on the study of business by trying to valuation body of knowledge.