

Michał Pachowski

Wybrane aspekty pojęcia wartości przedsiębiorstwa w świetle dotychczasowych teorii

Zarządzanie. Teoria i Praktyka nr 1 (15), 43-48

2016

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.

WYBRANE ASPEKTY POJĘCIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA W ŚWIETLE DOTYCHCZASOWYCH TEORII / SAME ASPECTS OF THE VALUE ENTERPRISE CONCEPT

Adres do korespondencji:

e-mail: mpachowski@wz.uw.edu.pl

ABSTRACT

The aim of this article is to draw attention to the complexity and multidimensionality of the concept of value in economic and market conditions. Literature analysis was added by presentations of Resource Based View concept, as well as factors map which explain sources of enterprise value.

JEL Classification. G140

KEY WORDS: VALUE, UTILITY, FACTORS MAP, RESOURCES BASED VIEW.

1. WPROWADZENIE

W literaturze tematu bardzo wiele miejsca poświęcono identyfikacji wartości różnych dóbr. Jako jeden z pierwszych definicję wartości zaprezentował A. Smith, który przedstawił ją w kontekście dwóch cech: użytkowej i wymiennej. Pierwsza z nich określa poziom zaspokojenia potrzeb odbiorców. Jest to więc z założenia bardzo subiektywna miara, mimo iż sam A. Smith wielokrotnie podkreślał jej obiektywny charakter. Wskazywał, że każde dobro ma określoną ogólną cechę jaką jest powszechna „pożyteczność”. D. Ricardo (Ricardo, 1821) w swoich postulatach rozwinął ten pogląd dodając, że każde dobro ma pewne cechy użyteczności, których charakter jest *stricte* subiektywny. A zatem, wartość użytkowa danego dobra będzie dla różnych użytkowników inna. N.W. Senior sprecyzował, że „użyteczność nie oznacza żadnej wewnętrznej cechy rzeczy, które nazywamy użytecznymi, tylko wyraża ich stosunek do ludzkich przykrości i przyjemności” (Senior, 1836: 11). Tezę tą rozwinął w swoich badaniach R.C. Miles, według którego „wartość to taka cecha rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna” (Mi-

les, 1984: 15). Celem niniejszego artykułu jest zwrócenie uwagi na złożoność i wielowymiarowość pojęcia wartości w ujęciu ekonomicznym i rynkowym.

2. WARTOŚĆ W KONTEKŚCIE PRZEWAGI KONKURENCYJNEJ

Obok użyteczności, drugą cechą wartości wskazaną przez A. Smitha jest wymiennosc. Definiuje się ją jako możliwość przeliczenia danego dobra innym dobrem. Na przestrzeni dziejów, wartość o charakterze wymiennym była początkowo utożsamiana z barterem. Dzięki temu podejściu, w początkowych wiekach cywilizacji mógł następować proces handlu. Kupcy za jedno dobro, oferowali odpowiednią ilość innego dobra, przy czym transakcja taka miała najczęściej charakter jednorazowy. Od czasu wynalezienia przez Fenicjan pieniędzy, rolę przeliczeniową przejęły monety, początkowo wytwarzane z metali szlachetnych. Dopiero począwszy od XVII w. zaczęto zastępować je pieniądzem papierowym, a od XX w. również i elektronicznym. A. Smith udowodnił, że powstanie wartości wymiennej jest determinowane od występowania wartości użytkowej. Innymi słowy, jeżeli dane dobro nie wykazuje użyteczności dla jakiegokol-

wiek odbiorcy, to nie przedstawia ono żadnej wartości wymiennej. W wyniku uwzględnienia obu rodzajów wartości, otrzymana zostaje tzw. wartość naturalna (Taylor, 1991:75). Jest ona wypadkową, zestawienia na dane dobro popytu i podaży i ma znamiona wartości rynkowej.

Podejście to, jest zapewne bliższe wartości w ujęciu typowo rynkowym, ponieważ zgodnie z ogólnie przyjętą zasadą im dane dobro lepiej zaspokaja potrzeby odbiorców tym zyskuje ono wyższą wartość wymienną. Reguła ta, jest zbieżna z podstawowym postulatem ekonomii klasycznej, w której występuje samoregulacja rynków wynikająca z równoważenia się popytu i podaży. Te same założenia można odnieść do identyfikacji wartości przedsiębiorstwa jako przedmiotu obrotu rynkowego. Każdy kontrolowany przez podmiot gospodarczy zasób, niezależnie czy ma on charakter materialny czy też niematerialny wpływa na ogólną wartość danego podmiotu. Im rzadsze są owe dobra, tym wyższą wartość generują one dla samego przedsiębiorstwa (Zadora, 2005: 19). Najczęściej pojawiającym się problemem, jest proces przenoszenia tejże wartości z zasobów na samo przedsiębiorstwo. Nie każdy zasób daje możliwość łatwego przeniesienia swojej wartości wymiennej na podmiot gospodarczy bez wystąpienia strat. Najlepszym tego przykładem są organizacje, których dalsze funkcjonowanie jest poważnie zagrożone utrzymującą się niewypłacalnością lub już ogłosiły upadłość. Najczęściej wówczas okazuje się, że zasoby którymi dysponował taki podmiot, nie przedstawiają już takiej samej wartości wymiennej jak przed wystąpieniem problemów. Gdy jednak przedsiębiorstwa lokują swój kapitał w zasoby intelektualne np. wykwalifikowanych pracowników, wówczas można spodziewać się osiągnięcia wyższej wartości rynkowej niż wynikałoby to z prostej kalkulacji bilansowej. Wytlumaczenia zaprezentowanych przypadków należy szukać w zasobowej teorii przewagi konkurencyjnej (ang. Resource Based View – RBV) zgodnie, z którą „tylko unikalne zasoby i umiejętności są w stanie zapewnić firmom sytuację, w której tworzą one więcej wartości niż jej konkurenci” (Obłój, 2010: 126).

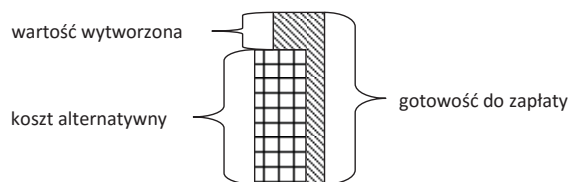
Teorię tą potwierdzili w swoich badaniach empirycznych J. Robins’a i M.F. Wiserma (Robins, Wiersema, 1995: 277–299), R. Henderson’a i I. Cockburn’a (Henderson, Cockburn, 1994: 63–84), a także R. Makadok’a (Makadok, 1999: 935–952). Wymienieni badacze wskazali, iż przedsiębiorstwa które budowały swoją przewagę na niematerialnych zasobach, przewyższały swoją efektywnością przedsiębiorstwa, które wykorzystywały w tym celu zasoby materialne. Efektywność ta, rozumiana jest jako

„osiągnięcie ponadprzeciętnych wyników w odniesieniu do konkurencji z branży”. Tym samym przedsiębiorstwa, które lokują swoje zasoby w sposób bardziej efektywny, będą generowały wyższą wartość. Wartość ta nosi nazwę wartości wytworzonej (ang. value created) i może być określana wzorem:

Wartość wytworzona = gotowość do zapłaty (ang. Willingness-To-Pay - WTP) – koszt alternatywny (ang. opportunity cost) (1)

W nawiązaniu do zaprezentowanego wzoru (1), podstawowym składnikiem wartości wytworzonej jest składnik nazwany przez A.H. Brandenburger’a i H.W. Stuart’a (Brandenburger, Stuart, 1996: 5–24) jako tzw. „gotowość do zapłaty (ang. Willingness-To-Pay - WTP)”. Wielkość ta wskazuje na maksymalny poziom ceny, jaką gotowi są ponieść odbiorcy przy zakupie oferowanych przez firmę dóbr. Przywołani Autorzy wykazali również, że dokładną odwrotnością WTP jest tzw. „koszt alternatywny”, który można zdefiniować jako minimalna cena, którą jest w stanie zaakceptować dostawca za swoje produkty bądź usługi. W powstałym obszarze, między maksymalną ceną odbiorcy i minimalną ceną dostawcy pojawia się teoretyczna przestrzeń, którą przedsiębiorstwo może wykorzystać do swojego funkcjonowania. Im jest ona większa, tym organizacja będzie generowała większą wartość wytwórczą – prezentuje to schemat (2). Z oczywistych jednak względów, w dłuższym okresie czasu na skutek funkcjonowania konkurencji, obszar ten może ulegać zmniejszeniu, a od efektywności badanego przedsiębiorstwa będzie zależeć procentowy stopień wykorzystania maksymalnej wielkości wytworzonej.

Wartość wytworzona – schemat (2)



gdzie:

- gotowość do zapłaty – maksymalny poziom ceny, jaką gotowi są ponieść odbiorcy przy zakupie oferowanych przez firmę dóbr,
- koszt alternatywny – minimalna cena, którą jest w stanie zaakceptować dostawca za swoje produkty bądź usługi,
- wartość wytworzona – różnica między gotowością odbiorców do zapłaty za dobra i kosztu zakupu dobra od dostawców.

Źródło: Opracowanie własne.

Wielkość realnie generowanej wartości wytwórczej, jest tożsama z powszechnie akceptowaną i wykorzystywaną wartością dodaną, która stanowi różnicę między faktycznymi poniesionymi kosztami, a przychodami z tytułu sprzedaży dóbr bądź świadczonych usług. Przez faktycznie poniesione koszty rozumie się ogół wydatków związanych z:

- nabyciem surowców bądź też materiałów – koszty materiałowe
- zatrudnieniem pracowników – koszty zatrudnienia
- uzyskaniem finansowania – koszty finansowania

Przy budowaniu przewagi konkurencyjnej, zasady tworzenia wartości dodanej są identyczne jak w przypadku wartości wytworzonej. Im przedsiębiorstwo będzie osiągać niższe koszty funkcjonowania, przy zachowaniu stałej wielkości sprzedaży, tym będzie ona generować lepsze wyniki finansowe. Analogicznie, im organizacja będzie starała się utrzymywać na stałym poziomie koszty funkcjonowania, przy jednoczesnym poprawianiu wielkości sprzedaży, tym wyniki finansowe będą ulegać poprawie. Innymi słowy, należy wskazać, iż wartość dodana jest to miara mierząca działalność przedsiębiorstwa w oparciu o informacje finansowe zawarte w sprawozdaniu. Dlatego też, ten typ wartości należy zaliczać do szerokiej grupy tzw. mierników dochodowych, które określają „zdolność organizacji do trwania i generowania nadwyżek gotówkowych” (Dudycz, 2005: 19).

Ponadto, w literaturze bardzo wiele miejsca poświęcono identyfikacji wartości jako miary uniwersalnej, określającej pewne cechy użytkowe i wymienne różnych dóbr. Można je zatem usystematyzować dzieląc na dwa najważniejsze nurty gdzie:

1. Wartość została zdefiniowana w oparciu o pracę włożoną w stworzenie danego dobra – D. Ricardo i K. Marks.
2. Wartość jest identyfikowana jako subiektywne odczucie użyteczności danego dobra – A. Smith, W.S. Jevons, F. Wieser, L. Walras, V. Pareto, J. Schumpeter.

3. RODZAJE WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

W nawiązaniu do omówionego dotychczas podejścia należy podkreślić, że zarówno same przedsiębiorstwa, jak również i kontrolowane przez nie zasoby, mogą być przedmiotem obrotu gospodarczego. Tym samym można przyjąć za słuszne twierdzenie, że każde z nich może przedstawiać inną wartość. W praktyce problemy definiowania wartości całych organizacji są bardziej złożone

niż zaprezentowane przez A. Smitha i D. Ricardo. Odnoszą się one do różnych płaszczyzn funkcjonowania przedsiębiorstwa, to też ich wielkości mogą być od siebie zasadniczo odmienne. W piśmiennictwie można zatem spotkać następujące rodzaje wartości:

- Kategorie wartości odnoszące się do majątku i zasobów kontrolowanych przez przedsiębiorstwa.

Wartość księgową, jest to najbardziej powszechny mierniki, który przedstawia wartość wszystkich składników majątku finansowanych po matematycznym odjęciu zobowiązań. Ma ona charakter typowo wymienny i określa sumę nakładów jakie dana organizacja poniosła na zgromadzenie wszystkich aktywów, niezbędnych do normalnego funkcjonowania.

Wartość odtworzeniową, jest to ujęcie typowo księgowo, które określa ogół nakładów niezbędnych do przywrócenia funkcjonalności przedsiębiorstwa, w bieżącym kształcie i wielkości.

Wartość likwidacyjną, jest to wartość jaką można uzyskać ze sprzedaży majątku przedsiębiorstwa w całości lub też w częściach, po uwzględnieniu spłaty wszystkich zobowiązań. (Nita, 2008: 22–23)

- Kategorie wartości odnoszące się do możliwości generowania przez przedsiębiorstwo korzyści ekonomicznych:

Wartość ekonomiczną, jest odpowiednikiem wartości użytkowej, gdyż wynika z faktu subiektywnego podejścia do wytwarzanych dóbr. Innymi słowy, jeżeli dane przedsiębiorstwo potrafi dostarczyć swoim klientom lepsze produkty z punktu widzenia ich oczekiwań, tym większy zysk ze sprzedaży osiągnie firma (Zadora, 2005: 19).

Wartość fundamentalną, jest to wartość wynikająca z aktualnych i realnych możliwości podmiotu gospodarczego do generowania wolnych przepływów pieniężnych. Ma ona charakter obiektywny, pozbawiony subiektywnych ocen inwestorów.

- Kategorie odnoszące się do wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia funkcjonowania rynków:

Wartość rynkową, to koncepcja najbardziej zbliżona do wartości naturalnej, która uwzględnia wypadkową wartości użytkowej i wymiennej. Proces wyceny jest najczęściej przeprowadzany na otwartym rynku, a jego wiarygodność jest uzależniony od jego efektywności. (Jaki, 2008: 26–27)

Rzeczywista wartość rynkową, jest to odmiana wartości rynkowej przy uwzględnieniu założenia,

że zarówno sprzedający jak i kupujący nie działają pod przymusem, a także są odpowiednio poinformowani o potencjalnym ryzyku.

Wartość inwestycyjna, jest to subiektywna odmiana wartości wymiennej, która uwzględnia preferencje inwestora do ryzyka, zdyskontowane w stopie zwrotu. Stanowi ona odmianę wartości rynkowej, przy czym jest ona liczona dla konkretnego inwestora, a nie dla potencjalnej grupy rynkowych inwestorów.

Wartość godziwa, jest to ujęcie typowo prawne, które w swojej konstrukcji najbardziej jest zbliżone do wartości rynkowej. Do jej określenia niezbędne jest spełnienie odpowiednich zasad: braku powiązania ze sobą stron transakcji, pełnej informacji o transakcji oraz wzajemnym zainteresowaniu transakcją.

Obok przedstawionych wyżej rodzajów wartości przedsiębiorstwa, w rachunkowości występuje również pojęcie „wartości firmy”, które zasadniczo różni się od pozostałych wymienionych. Jako pierwszy, zdefiniował to pojęcie sędzia Lord Elton w 1810r. w sporze między Crutwell i Lye. Stwierdził on, że:

„Wartość firmy, która jest przedmiotem sprzedaży, jest niczym innym jak prawdopodobieństwem, że starzy klienci powrócą na stare miejsce nawet wtedy, gdy starego kupca czy sklepikarza już nie będzie”

(Kamela-Sowińska, 1996: 31).

Przez dziesiątki lat, w różnych częściach świata starano się jednoznacznie zdefiniować czym jest *de facto* wartość, która tworzona przez przedsiębiorstwa sprawiała, że są one więcej warte niż kontrolowane przez nie aktywa. Potwierdzony wpływ na tą wielkość mają zarówno czynniki związane z otoczeniem, jak i wynikające ze zdarzeń mających miejsce wewnątrz samej organizacji. W literaturze przedstawiono wiele interesujących porównań źródeł wartości firmy. Jednym z takich zestawień jest zaproponowana przez M. Marcinkowską mapa czynnikowa (Marcinkowska, 2000: 38):

Tabela 1. Mapa czynnikowa

Czynniki związane ze sprawozdawczością finansową	Czynniki nie związane ze sprawozdawczością finansową	
	Czynniki zewnętrzne	Czynniki wewnętrzne
<ul style="list-style-type: none"> • nieewidencjonowane aktywa • niedoszacowane aktywa • przeszacowane zobowiązania • efekty synergii • koszt kapitału • rentowność • ryzyko • wzrost 	<ul style="list-style-type: none"> • lokalizacja • dostęp do zasobów naturalnych • kontrola zasobów • słaba konkurencja • pozycja monopolistyczna • rozwój infrastruktury • właściciele 	<ul style="list-style-type: none"> • kapitał ludzki / intelektualny • kultura organizacyjna • wizja, misja, strategia • lojalność klientów • produkt, innowacyjność, know-how • marka i znaki towarowe • system informacyjny • aliance i połączenia • wpływ na środowisko naturalne • reklama i public relations.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Marcinkowska (2000:38).

Jak zostało to wykazane wartość przedsiębiorstwa jest wynikiową wpływu wielu grup czynników zarówno finansowych, jak i pozafinansowych. Do pierwszej grupy zaliczane są przede wszystkim dane pochodzące z tradycyjnych sprawozdań finansowych, w których można doszukać się zarówno elementów bilansu tj. wybrane pozycje aktywów jak i pasywów, oraz rachunku zysków i strat np. koszty. Drugą grupę czynników stanowią dane pozafinansowe, które nie zostały ujęte w sprawozdaniach spółek. Zaliczane są do nich informacje pochodzące z bezpośredniego otoczenia przedsiębiorstwa, które silnie oddziałują na samą organizację, jednak bez sprzężenia zwrotnego – przedsiębiorstwa nie mogą ich kreować. Trzecią grupą czynników stanowią czynniki wewnętrzne, które są pod kontrolą organizacji i mogą w równie znacznym stopniu wpływać na wartość firmy.

A. Kamela-Sowińska (Kamela-Sowińska, 1996: 51), jako źródła powstawania wartości firmy wskazała czynniki, które w przeważającej większości wywodzą się z otoczenia przedsiębiorstw. Zaliczone zostały do nich:

- procesy społeczno-polityczne – przede wszystkim te, które zmieniają ekonomiczne oblicze systemów gospodarczych. Do głównych czynników wyznaczających te zmiany należy m.in. prywatyzacja,
- procesy gospodarcze – których źródła należy upatrywać w powstawaniu i funkcjonowaniu wielu czynników, takich jak potencjał ludzki, organizacyjny i lokalizacyjny przedsiębiorstw,

- system prawny – przez który rozumie się zbiór norm powiązanych licznymi relacjami i uporządkowanymi zgodnie z określonymi zasadami.

Mimo tak wielu rozbieżności dotyczących źródeł powstawania wartości firmy, prawodawstwo rachunkowe, stworzyło jednoznaczny definicję co może być zakwalifikowane jako ta wielkość. Według Ustawy o Rachunkowości (art. 33 ust. 4), stanowi ona różnicę między ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części, a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto”.

Jako element bilansu, „wartość firmy” jest częścią majątku spółki, powstała w wyniku przejęcia przez nią innego podmiotu. W systemie anglosaskim, wartość firmy utożsamiana jest z wystąpieniem tzw. „goodwill”. Natomiast gdy cena nabycia jednostki lub zorganizowanej jej części jest niższa od wartości godziwej przejętych aktywów netto, to różnica ta stanowi „ujemną wartość firmy” i ujmowana jest w bilansie jako pasywne rozliczenia międzyokresowe. W Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej (MSSF 3), zakazane jest ujmowania „ujemnych wartości firmy”, tym samym może ona przyjmować jedynie znak dodatni.

„Wartość firmy” nie określa zatem wartości całego przedsiębiorstwa *sensu stricte*. Jest ona jedynie pewnym elementem majątku spółki, który powstaje w wyniku połączenia dwóch podmiotów. Tym samym, nie może być ona zaliczana do oddzielnej kategorii, klasyfikującej podział „wartości przedsiębiorstwa”.

4. PODSUMOWANIE

Podsumowując problem różnorodności definicji wartości przedsiębiorstwa warto zauważyć, że jej charakter w dużej mierze jest zależny od przedmiotu dokonywanej wyceny. Z jednej strony można wyszczególnić kilka koncepcji wartości opartej na majątku np. księgową, likwidacyjną czy odtworzeniową. Z drugiej, widoczne są miary zależne od aktualnej sytuacji ekonomicznej np. wartość ekonomiczna i fundamentalna. Ostatnią grupą stanowią wartości mierzone w oparciu o wycenę rynkową czyli: wartość rynkowa, rzeczywista wartość rynkowa, inwestycyjna oraz godziwa. Dlatego też, czym innym będzie wartość przedsiębiorstwa dla księgowego, finansisty, akcjonariusza czy inwestora. W oparciu o przedstawione rozważania można dokonać ogólnego sklasyfikowania pojęcia „wartości” w oparciu o dwa podstawowe ujęcia:

- rachunkowo-ekonomiczne,
- rynkowe.

Pierwsze z wymienionych jest bezpośrednio powiązane z wartością wymienną i użytkową zaprezentowaną przez A. Smitha. Na kanwie tego dorobku wycenę w ujęciu rachunkowo-ekonomicznym należy rozumieć wartość wyrażoną w mierniku pieniężnym. Oprócz tego klasycznego podejścia, rachunkowość zarządcza akceptuje również prezentacje różnych procesów lub zjawisk zachodzących w przedsiębiorstwie w jednostkach naturalnych lub procentach. (Turyna, 2006: 64) Jednak dane niepieniężne, będące źródłem bardzo istotnych informacji o działalności organizacji, stanowią jedynie uzupełnienie głównego procesu jakim jest wycena *sensu stricte*. Drugie ujęcie z zaprezentowanego wyżej podziału, odnosi się do wartości naturalnej, uzyskanej w trybie rynkowych transakcji kupna i sprzedaży. W przypadku całych przedsiębiorstw, wartość rynkowa jest najczęściej powiązana z funkcjonowaniem rynków regulowanych. Spółki, które wyemitowały akcje i zadebiutowały na giełdzie, automatycznie dołączyły do grona przedsiębiorstw publicznych. Od tego momentu, o ich wartości decydują przede wszystkim inwestorzy, którzy poprzez swoje decyzje wpływają na cenę akcji. Innymi słowy, wartość rynkowa przedsiębiorstwa, może być utożsamiana z wartością rynkową wyemitowanych akcji. Charakterystyczną cechą giełdy jest również jej zmienność, dlatego też ceny będących w obrocie papierów wartościowych podlegają nieustannym wahaniom. Wpływa to bezpośrednio na wartość rynkową notowanych przedsiębiorstw, dlatego też jest ona uznawana za krótkotrwałą. Dlatego też, pełna definicja wartości rynkowej spółek można przedstawić jako:

„wartość wyemitowanych przez daną spółkę akcji, policzona w oparciu o aktualny kurs giełdowy”.

Podejście rynkowe do określenia wartości danego przedsiębiorstwa, różni się zasadniczo od majątkowego czy też ekonomicznego. Jak zostało to wyżej omówione, czynnikiem kreującym wartość rynkową będą przede wszystkim reakcje inwestorów, których dobre nastroje mogą spowodować jej wzrost, a złe nastroje spadek.

LITERATURA

1. Brandenburger, A.H. Stuart, W.H. (1996) *Value Based Strategy*. Journal of Economics and Business Strategy. Vol.5.
2. Dudyycz, T. (2005). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Warszawa: PWE.
3. Fishman J. E. (2013). *Standards of Value: Theory and Applications*, John Wiley & Sons.
4. Henderson, R. Cockburn, I. (1994). *Measuring competence? exploring firm effects in pharmaceutical research*. Strategic Management Journal, No.15.
5. Jaki A. (2008) *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Kraków: Oficyna Wolters Kluwer business.
6. Kamela-Sowińska A. (1996) *Wartość firmy*, Warszawa: PWE.
7. Makadok, R. (1999). *Interfirm differences in scale economies and the evolution of market shares*. Strategic Management Journal, No.20.
8. Marcinkowska M. (2000) *Kształtowanie wartości firmy*, Warszawa: PWN.
9. Massari M., Gianfrate G., Zanetti L. (2016). *Corporate Valuation: Measuring the Value of Companies in Turbulent Times*, John Wiley & Sons.
10. Menicucci E. (2014). *Fair Value Accounting: Key Issues Arising from the Financial Crisis*, Springer.
11. Miles R.C. (1984) *Basic Business Appraisal*, New York: John Wiley & Sons.
12. Nita B. (2008) *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa: PWE.
13. Oblój, K. (2010) *Pasja i dyscyplina strategii – Jak z marzeń i decyzji zbudować sukces firmy* Warszawa: Poltext.
14. Ricardo D. (1821) *On the Principles of Political Economy and Taxation*, London: John Murray.
15. Robins, J. Wiersema, M.F. (1995) *A resource-based approach to the multibusiness firm: Empirical analysis of portfolio interrelationships and corporate financial performance*. Strategic Management Journal, No.16.
16. Senior N.W. (1836) *An Outline of the Science of Political Economy*.
17. Taylor E. (1991) *Historia rozwoju ekonomiki*, Lublin: Delfin.
18. Turyna J. (2006) *Standardy sprawozdawczości finansowej*, Warszawa: Difin.
19. Zadora H. (2005) *Wycena przedsiębiorstw w teorii i praktyce*, Warszawa: SKWP.