

Andrzej Jaki^{*}

EWOLUCJA KATEGORII WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA I UWARUNKOWAŃ JEJ SZACOWANIA

1. WPROWADZENIE

Wartość jest powszechnie uznawana za uniwersalną kategorię spotykaną i wykorzystywaną praktycznie we wszystkich dyscyplinach naukowych – w tym w naukach ścisłych, humanistycznych, przyrodniczych oraz społecznych¹. Powszechna obecność tej kategorii w życiu społecznym i gospodarczym sprawia zarazem, iż łączy ona w sobie naukową złożoność ugruntowaną rezultatami wielokierunkowych badań, z pragmatyką codziennych doświadczeń. Korzenie pojęcia „wartość” odnajdujemy w filozofii, a ściślej w jednej z jej dyscyplin jaką stanowi aksjologia. W jej obrębie odnajdujemy rozważania odnoszące się do takich fundamentalnych zagadnień, jak typologia i struktura wartości, hierarchia i wysokość wartości czy też sposób ich istnienia².

Filozoficzne rozważania odnoszące się do istoty oraz uwarunkowań kształtowania wartości stanowiły istotny punkt wyjścia dla powstania i rozwoju ekonomicznej teorii wartości. Akcentuje to m. in. W. Tatarkiewicz, który prezentując filozoficzny kontekst wartości, wskazuje równocześnie na wielowiekową tradycję i fundamentalne znaczenie tej kategorii dla nauk ekonomicznych³. Konceptyjną podstawę rozumienia wartości przez nauki ekonomiczne ukształtowała teoria ekonomii w obrębie, której kategoria ta nieodłącznie związana jest z makroekonomicznymi i mikroekonomicznymi aspektami analizy procesu gospodarowania.

We wskazanym zakresie systematyczne podwaliny dla rozwoju ekonomicznej teorii wartości stworzyły dwie podstawowe koncepcje wartości, a mianowicie:

^{*} Dr, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

¹ J. Duraj, *Aksjologiczny wymiar wartości przedsiębiorstwa*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe NOVUM, Płock 2000, s. 7 i nast.

² Zob. R. Ingarden, *Czego nie wiemy o wartościach*, [w:] *Studia z estetyki*, t. 3, PWN, Warszawa 1970, s. 220–257 oraz Cz. Porębski, *Co nam po wartościach?*, Ośrodek Myśli Politycznej – Księgarnia Akademicka, Kraków 2001, s. 75–85.

³ Zob. W. Tatarkiewicz, *O filozofii i sztuce*, PWN, Warszawa 1986, s. 69.

– laborystyczna teoria wartości, która związana jest przede wszystkim z pracami A. Smitha⁴ oraz kontynuatora jego myśli jakim był D. Ricardo⁵, jak również powstaniem i rozwojem ekonomii marksowskiej związanej z osobami K. Marksa i F. Engelsa⁶,

– teoria wartości oparta na oczekiwanej użyteczności, która wywodzi się od J.-B. Say'a, uznawanego za jednego z prekursorów rewolucji marginalistycznej, na gruncie której powstał w ekonomii nurt subiektywno-marginalistyczny. Stał się on zarazem zaczątkiem trzech szkół w ekonomii: szkoły austriackiej (C. Menger, E. von Böhm-Bawerk, F. von Wieser), szkoły manchesterskiej (W. Jevons) oraz szkoły lozańskiej (L. Walras, V. Pareto)⁷.

Istota oraz sposób pojmowania kategorii wartości ukształtowany przez teorię ekonomii traktować należy jako podstawę dla analizy tej kategorii z perspektywy funkcjonowania przedsiębiorstwa jako podmiotu rynkowego. Odnosi się zatem do mikroekonomicznego kontekstu wartości, który w bezpośredni sposób jest związany z problematyką zarządzania, rachunkowości oraz prowadzeniem wyceny przedsiębiorstwa i poszczególnych składników jego majątku⁸. Z najszerzą perspektywą postrzegania kategorii wartości mamy do czynienia w przypadku prowadzenia wyceny przedsiębiorstwa. Wycena taka jest podejmowana przez pryzmat różnych przesłanek związanych zarówno z problemem transferu własności, jak i innymi okolicznościami rodzącymi potrzebę szacowania wartości przedsiębiorstwa (restrukturyzacja, ocena efektywności zarządzania, wymiar podatków i opłat). Praktyczne doświadczenia związane z realizacją różnych zakresów wyceny przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu zróżnicowanych kategorii jego wartości dowodzą potrzeby dostosowania sposobów realizacji wyceny do zmieniających się warunków funkcjonowania przedsiębiorstw. Stwierdzenie to wytycza podstawowy cel niniejszego artykułu, jakim jest ukazanie procesu ewolucji wyceny przedsiębiorstwa zarówno przez pryzmat doświadczeń rozwiniętych gospodarek rynkowych, jak i doświadczeń gospodarki polskiej.

2. WYZNACZNIKI EWOLUCJI PROCESU WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA

Rozwój kategorii wartości przedsiębiorstwa, sposobów jej szacowania oraz koncepcji i rodzajów wartości jakie w różnym zakresie są z nią związane, sta-

⁴ Zob. A. Smith, *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. 1, PWN, Warszawa 1954, s. 37 i nast.

⁵ Zob. D. Ricardo, *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957, s. 7 i nast.

⁶ Por. R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2008, s. 64–65.

⁷ R. Bartkowiak, *op. cit.*, s. 49 i 90–91.

⁸ W szerszym zakresie problem ten opisuje autor w artykule: *Kategoria wartości w wycenie biznesowej*, „Świat Nieruchomości” 2011, nr 76, s. 12–20.

nowi rezultat szeregu różnorodnych procesów, które na przestrzeni wielu dekad w sposób istotny determinowały ten proces. W tym kontekście kluczowego znaczenia nabrało zwłaszcza oddziaływanie na funkcjonowanie przedsiębiorstw takich zewnętrznych i wewnętrznych czynników, jak:

- rozwój rynku kapitałowego, wyrażający się zarówno we wzroście skali i masowości zawieranych na nim transakcji kupna – sprzedaży akcji, jak i w doskonaleniu rozwiązań instytucjonalnych związanych z funkcjonowaniem tego rynku,
- rozwój systemów zarządzania przedsiębiorstwami, wraz z ich bezpośrednim ukierunkowaniem na pomnażanie wartości przedsiębiorstwa, czego rezultatem jest wzrost zainteresowania kategorią wartości przedsiębiorstwa i rozwój różnych jej koncepcji i rodzajów,
- wzrost znaczenia procesów globalizacji i internacjonalizacji działalności przedsiębiorstw, co przyczyniło się m. in. do rozszerzenia przepływu kapitału w wymiarze międzynarodowym.

Podnosząc problem wartości przedsiębiorstwa, należy zauważyć, że w rozwiniętych gospodarkach rynkowych powszechny proces waluowania kapitału, a w rezultacie i przedsiębiorstw, odbywa się bezpośrednio na rynku kapitałowym w toku masowo zawieranych transakcji kupna – sprzedaży. Funkcjonowanie giełd papierów wartościowych to nic innego jak przykład oddziaływania mechanizmu rynkowego weryfikującego wartości notowanych na giełdzie akcji. Taki sposób określania wartości rynkowej przedsiębiorstw może jednak mieć zastosowanie wyłącznie w odniesieniu do podmiotów, których akcje są na tym rynku notowane. W odniesieniu do zdecydowanej większości przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie pozostaje w dalszym ciągu problem poszukiwania sposobu określania ich wartości.

W tym kontekście pomocne okazały się doświadczenia wyniesione z funkcjonowania rynku kapitałowego i realizowanej za pośrednictwem jego mechanizmu bezpośredniej rynkowej wyceny przedsiębiorstw. Stanowiły one bowiem punkt wyjścia i podstawę dla wypracowania szeregu metod oraz procedur umożliwiających w sposób pośredni oszacowanie również wartości przedsiębiorstw, których akcje (udziały) nie znajdują się w powszechnym obrocie rynkowym, bądź też trafiają do niego sporadycznie. Taki, pośredni sposób pojmowania wyceny przedsiębiorstwa sprawia, iż pod jej pojęciem rozumieć należy ogół czynności prowadzonych zgodnie z regułami nauki i sztuki wyceny, prowadzących do wskazania jego szacunkowej wartości przedsiębiorstwa w danym momencie w ramach wyraźnie określonych warunków gospodarczego jego funkcjonowania⁹. Wyceny przedsiębiorstwa nie należy zarazem traktować jako statycznego pomiaru pewnych wielkości ekonomicznych, ale jako procesu dynamicznego,

⁹ A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999, s. 103.

który jest realizowany poprzez monitorowanie aktywów przedsiębiorstwa oraz zdarzeń gospodarczych mających miejsce w jego wnętrzu oraz otoczeniu¹⁰.

3. EWOLUCJA WYCENY PRZEDSIĘBIORSTWA W ROZWINIĘTYCH GOSPODARKACH RYNKOWYCH NA PRZYKŁADZIE GOSPODARKI NIEMIECKIEJ

Tworzenie podstaw teoretyczno-metodycznych wyceny przedsiębiorstwa związane było na przestrzeni wielu lat z procesem jej ewoluowania, którego efektem jest rozwój oraz doskonalenie rozwiązań metodycznych w tym zakresie, jak również rozszerzanie obszarów wykorzystywania wyceny w praktyce gospodarczej. Doświadczenia rozwiniętych gospodarek rynkowych pozwalają na ukazanie tego procesu z szerokiej perspektywy zróżnicowanych uwarunkowań jemu towarzyszących. J. Drukarczyk zaprezentował taką ewolucję w odniesieniu do doświadczeń gospodarki niemieckiej, wskazując na najistotniejsze determinanty, które w różnych okresach (etapach) proces ten współkształtowały, co ukazuje tab. 1¹¹.

Rozwijając proces ewolucji zaprezentowany w tab. 1, należałoby go uzupełnić o kolejny piąty etap zapoczątkowany na przełomie lat 80. i 90. XX w., a związany bezpośrednio z powstaniem i rozwojem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Kluczowymi determinantami rozwoju problematyki wyceny przedsiębiorstwa w tym zakresie stało się:

- pojawienie się nowego obszaru wykorzystania wyceny w procesie zarządzania przedsiębiorstwem, który związany jest z powstaniem koncepcji zarządzania wartością,
- powstanie nowych metod wyceny opartych na wykorzystaniu mierników wartości kreowanej – w tym w szczególności koncepcji zysku ekonomicznego¹²,
- ściśle powiązanie problematyki wyceny przedsiębiorstw z problematyką zarządzania ich finansami, wraz z szerszym niż uprzednio rozpatrywaniem skutków decyzji finansowych przez pryzmat ich wpływu na pomnażanie wartości przedsiębiorstwa¹³.

¹⁰ Z. Krysiak, *Profil wartości jako miara efektywności działania firmy*, [w:] T. Dudycz (red.), *Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem*, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu” 2005, nr 1060, s. 276–277.

¹¹ Zob. J. Drukarczyk, *Unternehmensbewertung*, Verlag Vahlen, München 2001, s. 128–131. Podobne doświadczenia odnoszą się także do gospodarek Austrii i Szwajcarii. Zob. C. Helbling, *Unternehmensbewertung und Steuern*, IdW-Verlag GmbH, Düsseldorf 1991, s. 21 i nast.

¹² Zob. P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 227–232.

¹³ A. Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence*, Stern School of Business, New York 2006, s. 75 – <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/valuesurvey.pdf> [9.02.2009]

Tabela 1

Ewolucja wyceny przedsiębiorstwa i jej uwarunkowań w gospodarce niemieckiej

Kryteria charakterystyki	–1960	1960–1970	1970–1985	1985–
Podstawowa koncepcja szacowania wartości	Wartość przedsiębiorstwa jako kategoria obiektywna, niezależna od pola decyzyjnego inwestora i okoliczności prowadzenia wyceny	Wartość przedsiębiorstwa jako kategoria zależna od przyjętej strategii i pola decyzyjnego inwestora	Wartość przedsiębiorstwa jako subiektywna granica pola negocjacji inwestora	Wartość przedsiębiorstwa jako szacunek potencjalnej ceny rynkowej
Zakres wyceny	Wartość majątkowa	Wartość dochodowa, wartość majątkowa jako parametr korygujący	Wartość dochodowa	Rozróżnienie wyceny całego kapitału (<i>Entity-Ansatz</i>) oraz wyceny kapitału własnego (<i>Equity-Ansatz</i>)
Sposób wyceny	Szacowanie niezbędnych do poniesienia nakładów na odtworzenie substancji majątkowej przedsiębiorstwa	Wartość dochodowa jako terazniejsza wartość przyszłych nadwyżek, skorygowana o wartość majątkową	Wartość dochodowa jako terazniejsza wartość transferów zewnętrznych z przedsiębiorstwa	Dyskontowanie wolnych przepływów pieniężnych (<i>Free Cash Flows</i>)
Okoliczności (cele, funkcje) wyceny	Różne cele i funkcje wyceny	Zróżnicowanie oczekiwań inwestorów i ich wartości decyzyjnych, potrzeba poszukiwania wartości arbitralnej (<i>Arbitriumwert</i>) równoważącej interesy zainteresowanych stron	Wycena jako narzędzie wspierania pozycji negocjacyjnej inwestora – wartość argumentacyjna (<i>Argumentationwert</i>) Wycena jako narzędzie ustalania wartości obiektywnej, stanowiącej podstawę dla ustalania wysokości podatku majątkowego	
Metody wyceny	Metoda wartości odtworzenia Metoda wartości upłynienia	Metody mieszane: metody wartości średniej, metody odpisów od wartości reputacji, metody zysku dodatkowego	Metody dochodowe Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (<i>DCF</i>) i jej warianty Metody mnożnikowe oparte na porównaniach rynkowych	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Drukarczyk, *Unternehmensbewertung*, Verlag Vahlen, München 2001, s. 124–131.

4. EWOLUCJA WYCENY PRZEDSIĘBIORSTW W GOSPODARCE POLSKIEJ

W kontekście zaprezentowanych okoliczności determinujących kształtowanie kategorii wartości przedsiębiorstwa oraz rozwój uwarunkowań jej szacowania, ze znacząco odmienną sytuacją mieliśmy do czynienia w przypadku gospodarki polskiej. W pierwszej kolejności należy tutaj zwrócić uwagę na fakt, że system gospodarki nierynkowej jaki funkcjonował w Polsce do końca lat 80. XX w., w decydującym stopniu zdeterminował sposób postrzegania wartości przedsiębiorstwa i okoliczności jego wyceny. Reguły funkcjonowania przedsiębiorstw w takim systemie gospodarczym oraz brak rynku kapitałowego wytworzyły stosunkowo jednostronny sposób postrzegania tej wartości, utożsamianej wyłącznie z wartością kapitału realnego przedsiębiorstwa, a całkowicie pomijającej wartość oddającą w sobie dynamiczny aspekt kapitału, wiążący się z procesem pomnażania się jego wartości. Z tego też powodu przedmiotowy zakres wyceny prowadzonej w ramach istniejących wówczas uwarunkowań zewnętrznych ograniczał się właściwie do szacowania wartości poszczególnych składników majątku przedsiębiorstwa i służył głównie celom ewidencyjnym oraz porównawczym. Logika funkcjonowania gospodarki rynkowej sprawia zaś, że – zgodnie z tym co uprzednio wskazano – przedsiębiorstwa są oceniane przez inwestorów głównie przez pryzmat ich zdolności do generowania dochodów, czemu obok właściwego wyposażenia majątkowego służy szereg innych elementów związanych oddziaływaniem efektu komplementarności wszystkich rodzajów zasobów gospodarczych, które pozwalają na kreowanie jednego ze składników wartości przedsiębiorstwa jako stanowi wartość reputacji.

Istotnym czynnikiem, który stał się niejako stymulatorem zmiany sposobu postrzegania w Polsce kategorii wartości przedsiębiorstwa wraz z jego traktowaniem jako szczególnej formy inwestycji, były z jednej strony zmiany struktury własnościowej polskiej gospodarki eksponujące rolę i znaczenie własności prywatnej, z drugiej zaś strony powstanie w Polsce rodzimego rynku kapitałowego oraz szybki jego rozwój. Fakt ten zwrócił bowiem uwagę na bardzo istotny aspekt przedsiębiorstwa działającego w warunkach gospodarki rynkowej, jakim jest uznanie maksymalizacji wartości rynkowej za podstawowy strategiczny cel jego działalności, jako formy inwestycji swoich właścicieli, oczekujących z tego tytułu wymiernych korzyści finansowych. Weryfikacja zasadności ponoszonych nakładów i ocena efektywności tego typu działalności inwestycyjnej wymaga zarazem wykorzystania właściwych metod i procedur, dających możliwość oszacowania rynkowej wartości konkretnego przedsiębiorstwa¹⁴.

W świetle tego można stwierdzić, że dla celu prowadzenia wycen przedsiębiorstw w Polsce niezbędne było poszukiwanie odpowiedniego instrumentarium

¹⁴ R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo PSB, Kraków 1998, s. 18.

metodycznego, stwarzającego możliwość prowadzenia wycen przedsiębiorstw właśnie w sposób pośredni, posługując się opracowanym w tym celu rachunkiem kalkulacyjnym, co uzasadnia przede wszystkim brak dostatecznie rozwiniętego rynku kapitałowego w naszym kraju oraz ograniczoność możliwych do wykorzystania instrumentów z nim związanych (zwłaszcza w pierwszej połowie lat 90. XX w.). Równocześnie należy pamiętać, iż występująca wówczas potrzeba prywatyzacji przeważających wówczas przedsiębiorstw państwowych, stworzyła szerokie zapotrzebowanie na prowadzenie ich wyceny, która stała się jednym z podstawowych i nieodzownych składników procedur prywatyzacyjnych w Polsce. To właśnie powstanie potrzeby wyceny prywatyzowanych rodzimych przedsiębiorstw unaocznilo w sposób szeroki i powszechny kategorię wartości przedsiębiorstwa, jej złożoność i uwarunkowania oraz metody służące jej szacowaniu. Wszystko to spowodowało, że problematyka wycen przedsiębiorstw była wówczas ściśle utożsamiana z procesem ich prywatyzacji. Stwarzało to sytuację, w której wycena przedsiębiorstwa traktowana była jako rodzaj „jednorazowego przedsięwzięcia” związanego z transferem własności państwowej w własność prywatną¹⁵. Doświadczenia wyniesione z późniejszego okresu – zgodne zresztą z ukazaną uprzednio praktyką innych gospodarek rynkowych – udowodniły bowiem, iż procesy wielokierunkowej restrukturyzacji procesów gospodarczych w Polsce przyczyniają się także do ewoluowania roli i znaczenia wyceny przedsiębiorstwa w naszej gospodarce wraz z jej potraktowaniem jako instrumentu zarządzania oraz narzędzia dokonywania analiz strategicznych¹⁶. Zważywszy na praktyczny brak własnych doświadczeń w dziedzinie wyceny przedsiębiorstw (zwłaszcza w ujęciu kompleksowym, jako zorganizowanych całości), zaistniała konieczność skorzystania z dorobku innych krajów w celu jego poznania, krytycznej analizy oraz wskazania możliwości wykorzystania w Polsce.

Perspektywa ponad 20 lat funkcjonowania w gospodarce polskiej problematyki wyceny przedsiębiorstw ukazała całą jej złożoność oraz zróżnicowany sposób postrzegania kategorii wartości przedsiębiorstwa. W ten sposób można tutaj mówić o ewolucji tej problematyki, która w kolejnych okresach była – podobnie jak to miało miejsce w odniesieniu do krajów Europy Zachodniej – determinowana przez szereg uwarunkowań ją współkształtujących. Prezentując w tab. 2 proces ewolucji wyceny przedsiębiorstw w Polsce, wykorzystano w tym celu zróżnicowane kryteria. Ich dobór był podyktowany dążeniem do zaprezentowania kluczowych czynników współkształtujących rozwój teorii i praktyki wyceny przedsiębiorstw w Polsce.

¹⁵ A. Herman, A. Szablewski (red.), *op. cit.*, s. 101.

¹⁶ W szerszym kontekście połowy lat 90. XX w. problem ten autor opisuje w opracowaniu: *Wycena przedsiębiorstw w procesach restrukturyzacji i rozwoju polskiej gospodarki*, [w:] R. Borowiecki (red.), *Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw*, AE-TNOiK, Kraków 1996, s. 156–162.

Tabela 2

Ewolucja wyceny przedsiębiorstwa i jej uwarunkowań w gospodarce polskiej

Kryteria charakterystyki	–1990	1990–1995	1995–2000	2000–
Sposób postrzegania przedsiębiorstwa jako obiektu wyceny	Przedsiębiorstwo jako zbiorowość składników majątku	Przedsiębiorstwo jako forma inwestycji swoich właścicieli		
Zakres wyceny	Wartość majątku oraz poszczególnych jego składników	Wartość majątku oraz poszczególnych jego składników Wartość majątkowa przedsiębiorstwa Wartość przedsiębiorstwa jako zorganizowanej całości		
Dominujące przesłanki wyceny	Ewidencja majątku Statystyka gospodarcza Aktualizacja wyceny majątku Opodatkowanie nieruchomości	Ewidencja majątku Statystyka gospodarcza Prywatyzacja przedsiębiorstw Aktualizacja wyceny majątku Opodatkowanie nieruchomości	Ewidencja majątku Statystyka gospodarcza Prywatyzacja przedsiębiorstw Restrukturyzacja przedsiębiorstw Wyceny właścicielskie Zabezpieczenie wierzytelności Opodatkowanie nieruchomości	Ewidencja majątku Statystyka gospodarcza Restrukturyzacja przedsiębiorstw Wyceny właścicielskie Analiza kreowania wartości Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa Zabezpieczenie wierzytelności Opodatkowanie nieruchomości
Metody wyceny	Metoda wartości księgowej Metody przeszacowania stosowane w celu aktualizacji wyceny majątku	Metody majątkowe Metody dochodowe Metody mieszane Początki wykorzystania metod mnożnikowych Metody przeszacowania stosowane w celu aktualizacji wyceny majątku	Metody majątkowe Metody dochodowe Metody mieszane Metody mnożnikowe	Metody majątkowe Metody dochodowe Metody mieszane Metody mnożnikowe Metody oparte na zysku ekonomicznym

Podstawowe formalnoprawne regulacje wyceny	Ustawa o gospodarce gruntami i wywłaszczeniu nieruchomości (1985–) Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie ogólnych zasad prowadzenia rachunkowości (1991–1994) Tymczasowe zasady wyceny nieruchomości (1994–1995) Rozporządzenie Ministra Przekształceń Własnościowych w sprawie przeprowadzania analiz prawnych i ekonomiczno-finansowych przedsiębiorstwa – spółki, ich finansowania oraz kwalifikacji wymaganych od osób dokonujących analiz	Ustawa o gospodarce gruntami i wywłaszczeniu nieruchomości (–1997) Ustawa o gospodarce nieruchomościami (1998–) Ustawa o rachunkowości Zarządzenie Ministra Gospodarki Przerzecznej i Budownictwa w sprawie ustalania wartości nieruchomości (1995–1998) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych zasad wyceny nieruchomości oraz zasad i trybu sporządzania operatu szacunkowego (1998–) Standardy Zawodowe Rzeczoznawców Majątkowych (–2007) Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (2008–) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecania, opracowania, zasad odbioru i finansowania, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy (–2009) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie analizy spółki, przeprowadzonej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (2009–)	Ustawa o gospodarce nieruchomościami Ustawa o rachunkowości Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie szczegółowych zasad wyceny nieruchomości oraz zasad i trybu sporządzania operatu szacunkowego (2002–2004) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego (2004–) Standardy Zawodowe Rzeczoznawców Majątkowych (–2007) Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (2008–) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie zakresu analizy spółki oraz przedsiębiorstwa państwowego, sposobu jej zlecania, opracowania, zasad odbioru i finansowania oraz warunków, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy (–2009) Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie analizy spółki, przeprowadzonej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (2009–)
--	--	--	--

Źródło: opracowanie własne.

5. ZAKOŃCZENIE

Zaprezentowane rozważania, odnoszące się do szerokiego spektrum uwarunkowań towarzyszących ewoluowaniu kategorii wartości przedsiębiorstwa, wskazują na głęboki relatywizm tej kategorii oraz jej złożoność determinowaną przez różne zakresy prowadzonej wyceny, jak przez okoliczności jej bezpośrednio towarzyszące. Znalazło to również swoje odzwierciedlenie w wyodrębnieniu się w ramach teorii wyceny trzech zasadniczych poglądów¹⁷:

- absolutystycznego, dominującego przede wszystkim w Niemczech, zgodnie z którym jedyną właściwą wartością przedsiębiorstwa jest jego wartość dochodowa, odzwierciedlająca w pełni potraktowanie przedsiębiorstwa jako formy inwestycji,
- relatywistycznego, zgodnie z którym przedsiębiorstwo ma wiele wartości – zależnie od celu i funkcji wyceny oraz charakteru stron nią zainteresowanych¹⁸,
- mieszanego – absolutystyczno-relatywistycznego, stwierdzającego, iż jedyną właściwą wartością przedsiębiorstwa jest wartość wyznaczona bezpośrednio na rynku, w oparciu o faktycznie istniejący popyt i podaż. Jednak z uwagi na fakt, że nie zawsze istnieją warunki umożliwiające takie ustalenie tej wartości, wykorzystuje się także w charakterze substytutów różne metody wyceny, bazujące na zróżnicowanych podstawach w zależności od indywidualnej sytuacji wycenianego obiektu i uwarunkowań towarzyszących prowadzonej wycenie. Tym samym pogląd ten uwzględnia w pewnym zakresie wnioski wypływające z teorii rynków efektywnych.

Patrząc z perspektywy praktyki prowadzenia wyceny należy stwierdzić, że trzeci z wymienionych poglądów wydaje się w najszerszym stopniu odzwierciedlać złożoność kategorii wartości przedsiębiorstwa oraz wielość obiektywnych i subiektywnych okoliczności towarzyszących jej szacowaniu. Otwiera on także szerokie spektrum możliwości wykorzystania w toku wyceny zróżnicowanych informacji, a tym samym uwzględnienia różnych determinant kształtujących wartość przedsiębiorstwa.

¹⁷ J. F. Voigt, *Unternehmensbewertung und Potentialanalyse*, Gabler Verlag GmbH, Wiesbaden 1990, s. 12–13.

¹⁸ Konsekwencją tego jest m. in. istnienie różnych standardów wartości stosowanych dla potrzeb wyceny przedsiębiorstwa. Zob. D. Zarzecki, *O standardach wartości stosowanych na potrzeby wyceny przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 406 – „Prace Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstwa” nr 43, Szczecin 2005, s. 209–218.

*Andrzej Jaki***THE EVOLUTION OF THE CATEGORY OF ENTERPRISE VALUE
AND THE CONDITIONINGS OF ITS VALUATION**

The category of value is closely connected with problems of management, accounting and enterprise valuation. We deal with the broadest perspective of perceiving the category of value in case of enterprise valuation. Practical experiences related to the implementation of various scopes of enterprise valuation prove a need for adjusting the ways valuation is performed to changeable conditions of enterprise functioning. This article shows the evolution process of enterprise valuation, both from the angle of the experiences of developed market economies and the experiences of the Polish economy. The evolution of enterprise valuation in Poland is presented from the perspective of the basic conditionings of its performance, such as: the way of perceiving an enterprise as the object of valuation, the scope of valuation, the basic premises for valuation, valuation methods and legal regulations of valuation.

Key words: enterprise value, enterprise valuation, evolution of valuation.