Jacek Jaworski
Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku

ZASTOSOWANIE KONCEPCJI STRATEGICZNEJ KARTY WYNIKÓW W POMIARZE I KONTROLI ZAGREGOWANEGO CELU PRZEDSIĘBIORSTWA

Wstęp

W ostatnich latach XX w. w teorii i praktyce finansów przedsiębiorstw podstawowym celem działalności gospodarczej jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Wartość ta postrzegana była głównie przez pryzmat korzyści właściciela. Według tej koncepcji, przedsiębiorstwo winno uruchamiać wszelkie działania zorientowane na korzystną zmianę czynników podwyższających wartość rynkową przedsiębiorstwa (dochody kapitałowe właścicieli) oraz zwiększające generowane, wolne przepływy pieniężne przeznaczone na wypłaty dywidend (dochody bieżące właścicieli) (Rappaport 1999, s. 45; Ross, Westerfield i Jordan 1998, s. 26; Marcinkowska 2000, s. 18; Szczepankowski 2007, s. 19 i n.).

Zarządzanie wartością dla akcjonariuszy, jak dobrze przewidział A. Rappaport, szybko stało się pewnym standardem, w szczególności wśród przedsiębiorstw, których akcje i inne papiery wartościowe notowane były na otwartych rynkach kapitałowych. Popularności tej metodyki zarządzania sprzyjał ogólny wzrost gospodarczy, którego źródeł między innymi doszukiwano się w spektakularnych sukcesach firm bazujących na zarządzaniu wartością (Cwynar i Cwynar 2002, s. 78). Ceny ich akcji poszybowały w górę i przez długi czas utrzymywały stosunkowo wysokie pozycje. Wzrosty na światowych rynkach finansowych trwały nieprzerwanie prawie 10 lat. Dopiero początek XXI w. przyniósł kilka wstrząsów wstępnych (jak chociażby bańka dot. com-ów w latach 2001/2002), by w ciągu ostatnich dwóch lat dokonać gwałtownej przeceny większości walorów.

Rozpętany w 2007 r. w USA kryzys finansowy, który szybko przerodził się w globalny kryzys gospodarczy, udowodnił, że wartość rynkowa przedsiębiorstw jest kategorią bardzo ulotną. Okazuje się bowiem, że budowana przez lata potrafi

wyparować w ciągu kilku miesięcy. Sytuacja ta stwarza warunki do postawienia kilku zasadniczych pytań. Czy powodem gwałtownych spadków cen akcji było ich wcześniejsze przeszacowanie? Czy ceny akcji nie były celowo i sztucznie kreowane przez zarządy realizujące zasadę maksymalizacji wartości? I wreszcie czy w świetle wydarzeń ostatnich lat dotychczasowy paradygmat maksymalizacji wartości nie wymaga rekonstrukcji?

Celem artykułu jest prezentacja koncepcji maksymalizacji wartości dla głównych interesariuszy firmy jako podstawowego celu jej działania oraz wskazanie na wykorzystanie strategicznej karty wyników w poszukiwaniu tak rozumianej wartości fundamentalnej przedsiębiorstwa. W realizacji celu wykorzystano analizę literatury przedmiotu oraz indukcyjne metody wnioskowania wynikające z przemyśleń własnych autora.

1. Pojęcie i charakterystyka wartości przedsiębiorstwa

Termin „wartość" jest pojęciem bardzo różnorodnie definiowanym. W najogólniejszym rozumieniu jest: „to, ile coś jest warte pod względem materialnym", „liczba określająca, ile jednostek zawiera dana wielkość, mogąca być zastąpiona wyrażeniem algebraicznym" lub „cecha jakiejś rzeczy dająca się wyrazić równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym" (USJP, listopad 2009). Ta ostatnia definicja została szeroko zaadaptowana w naukach ekonomicznych, w tym również w nauce o przedsiębiorstwie.

Według jednego z najpopularniejszych ekonomicznych ujęć wartości, jest ona funkcją użyteczności danego dobra, uwzględniającą ograniczenia ze strony podaży i popytu. N.W. Senior (1836, s. 11), definiując użyteczność, stwierdził, że nie oznacza ona żadnej wewnętrznej cechy rzeczy, tylko stosunek do niej w kontekście ludzkich przykrości i przyjemności. Stąd też wartość jest to cecha rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna (Miles 1984, s. 15). Wartość wyraża więc subiektywny sąd o szeroko pojętej użyteczności danej rzeczy dla konkretnej osoby lub grupy osób. Skoro osąd ten jest subiektywny, to zależy od kontekstu dokonywanej oceny. Wartość zależy od celu jej szacowania, od indywidualnych doświadczeń szacującego, a także od warunków, w jakich on tej oceny dokonuje. Należy także zauważyć, że wartość danej rzeczy ustala się na drodze różnorodnych porównań. Jest więc ona także funkcją użyteczności innych dóbr (w szczególności substytucyjnych i komplementarnych). Wynika z tego, że ta sama rzecz może posiadać różne wartości, w zależności od tego, kto, gdzie i kiedy ją ocenia oraz jakich porównań w tych szacunkach używa.

Wartość nieodłącznie towarzyszy grze rynkowej. Przedsiębiorstwu, które jest jednym z kluczowych uczestników tejże gry, również można przypisać określoną

wartość. Z jednej strony, jest ono podmiotem wymiany handlowej – przedsiębiorstwo kupuje i sprzedaje różnego rodzaju dobra, usługi i pracę. Z drugiej zaś strony, przedsiębiorstwo występuje na rynku jako przedmiot transakcji. Zarówno w pierwszej, jak i w drugiej roli przedsiębiorstwo jest oceniane przez pryzmat subiektywnie wyznaczanej wartości.

Najbardziej oczywistą wartością przedsiębiorstwa jest wartość dla właścicieli (akcjonariuszy). Przejawia się ona w cenie, jaką obecni właściciele chcieliby otrzymać, a przyszli wydatkować na zakup danej firmy. Można też mówić o wartości przedsiębiorstwa dla klientów i dostawców, którzy postrzegają przedsiębiorstwo przez pryzmat chęci kontynuowania współpracy lub też jej porzucenia. Przedsiębiorstwo ma także swoją wartość dla pracowników, których korzyści z pracy dla danej firmy muszą równoważyć ich bieżące oczekiwania. Ma przedsiębiorstwo swoją wartość również dla ogółu społeczeństwa. Przedsiębiorstwo może przysparzać społeczeństwu korzyści (być społecznie użyteczne) lub też wręcz przynosić straty (być społecznie szkodliwe). Wartość przedsiębiorstwa ma zatem wiele postaci i odcieni, w zależności od grupy szacujących ją interesariuszy.

Różnorodność postrzegania wartości ma swoje skutki w praktyce wyceny przedsiębiorstw. W jej ramach ukształtowało się wiele różnych standardów odnoszących się do odmiennie postrzeganej wartości przedsiębiorstwa. Najważniejsze z nich to (Zarzecki 1999, s. 22-38; Szczepankowski 2007, s. 40-45l; Jaki 2008, s. 21-27):

1. Wartość księgowa *(book value)* – jest ustalana na podstawie bilansowych zestawień aktywów w różnych ujęciach pomiaru wartości ich składowych.
2. Wartość odtworzeniowa *(reproduction value)* – kwota niezbędna do zastąpienia istniejących aktywów przedsiębiorstwa identycznymi, co do rodzaju i stopnia zużycia, składnikami majątkowymi.
3. Wartość likwidacyjna *(liquidation value)* – odpowiada wartości bieżącej aktywów przedsiębiorstwa, których wycenę przeprowadza się pod przymusem szybkiej odsprzedaży, spowodowanej likwidacją lub upadłością przedsiębiorstwa.
4. Godziwa (sprawiedliwa) wartość rynkowa *(fair market value)* – odpowiada cenie, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów ją zaakceptować, o ile przedsiębiorstwo zostałoby wystawione na sprzedaż na otwartym rynku, i przy założeniu, że zarówno kupujący, jak i sprzedający są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz że żaden z nich nie działa pod jakimkolwiek przymusem; jest to zatem „wyidealizowana" wartość rynkowa przedsiębiorstwa.
5. Wartość rynkowa *(market value)* – odpowiada cenie przedsiębiorstwa na odpowiadającym mu rynku w warunkach rzeczywistych.
6. Wartość inwestycji *(investment value)* – definiowana jest jako wartość zdyskontowanego strumienia pożytków ekonomicznych według odpowiedniej dla danego inwestora, stopy dyskontowej.

Większość z powyższych standardów odpowiada wartości dla właścicieli (akcjonariuszy), chociaż niektóre z nich, np. wartość odtworzeniowa czy inwestycji, mogą być stosowane *per analogiam* w odniesieniu do innych grup interesariuszy. Którą zatem z tych wielu wartości należy maksymalizować, realizując podstawowy cel przedsiębiorstwa?

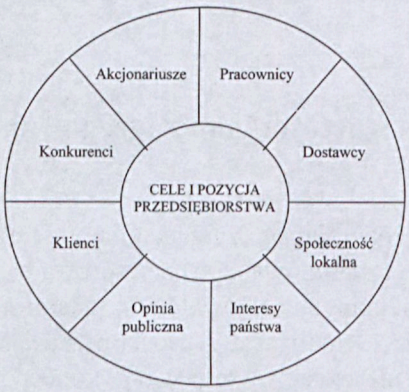
2. Maksymalizacja wartości jako zagregowany cel przedsiębiorstwa

W literaturze z szeroko rozumianego zarządzania od wielu lat toczy się dyskusja na temat podstawowego (zagregowanego) celu prowadzenia działalności gospodarczej. Jednym z wymienianych celów, który w ostatnim czasie nabrał szczególnej popularności, jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Obecna popularność tejże koncepcji nie oznacza, że jest ona koncepcją nową. Już w 1932 r. A.A. Berle na łamach „Harward Law Review" ogłosił, że przedsiębiorstwo istnieje tylko po to, aby powiększać bogactwo właścicieli (Szczepankowski 2007, s. 19). Tezę tę w latach 80. ub. wieku rozpropagował A. Rappaport, którego uznaje się za głównego inicjatora zmian w stylach i strukturach zarządzania współczesnych przedsiębiorstw, dla których zagregowanym celem stała się maksymalizacja wartości rynkowej. Tak postrzegany cel na długo stał się paradygmatem w zarządzaniu przedsiębiorstwem, tak w praktyce, jak i w teorii (Ross, Westerfield i Jordan, 1998; Black, Wright, Bachman i Davies 2000; Damodaran 2007 i in.).

W dyskusji nad celami przedsiębiorstw nie brakowało również głosów krytycznych w stosunku do koncepcji maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy *(shareholders)*. Już w latach 30. ub. wieku M. Dodd twierdził, że właściwym celem przedsiębiorstwa powinno być nie tylko powiększanie bogactwa właścicieli, ale również zwiększanie bezpieczeństwa pracy pracowników, poprawianie jakości produktów oferowanych klientom i dbanie o dobro całego społeczeństwa (Brycz 2005, s. 27). Na aspekt ten zwrócił współcześnie uwagę I. Ansoff (1965), dla którego strategia przedsiębiorstwa jest wypadkową celów, odpowiedzialności i ograniczeń będących kompromisem ustalonym pomiędzy poszczególnymi grupami interesów. Według tego podejścia, zagregowany cel przedsiębiorstwa powinien być wypadkową wartości, jaką dany podmiot tworzy dla wszystkich zainteresowanych stron *(stakeholders)*. Głównych interesariuszy działalności przedsiębiorstwa przedstawia rysunek 1.

Trzecie podejście do celu zagregowanego przedsiębiorstwa koncentruje się na ustanowieniu celów pozafinansowych tworzących misję i strategię danej firmy. Według zwolenników tej koncepcji, łatwiejszymi do zmierzenia i sterowania celami są np. zwiększenie udziału w rynku, maksymalizacja satysfakcji klientów czy produkowanie przy najniższych kosztach. W tej grupie autorów, najczęściej wymie-

nianym za P. Druckerem (2005, s. 52), zagregowanym celem firmy jest tworzenie klienteli. W tym ujęciu maksymalizowana powinna być wartość przedsiębiorstwa dla jego klientów.



Rysunek 1. Przedsiębiorstwo na tle grup interesów
Źródło: (Jeżak 1990).

Praktyka gospodarcza ostatnich lat dowiodła, że najbardziej kontrowersyjnym celem, spośród wyżej wymienionych, wydaje się maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Koncepcja ta bowiem opiera się na hipotezie efektywności rynku – kondycja i działania przedsiębiorstw są znane wszystkim zainteresowanym stronom (inwestorom) i nie występuje asymetria informacji. Dzięki temu rynkowa wycena przedsiębiorstwa ma charakter rzetelny i sprawiedliwy. W rzeczywistości sytuacja jest bardziej skomplikowana.

Najlepiej poinformowany o aktualnej sytuacji firmy i jej zamierzeniach jest jej zarząd, który korzystając z tejże przewagi, może w sposób sztuczny wpływać na wartość rynkową kierowanego przedsiębiorstwa. Anomalie wynikające z takich działań zostały już szeroko opisane w literaturze przedmiotu (Karpuś 2006, s. 326):

1. Hipoteza sygnalizacji – zarząd dysponuje narzędziami umożliwiającymi sygnalizowanie na rynku określonej sytuacji przedsiębiorstwa bez ujawniania całokształtu zamierzeń i realizowanych działań, np. informacje o znaczących transakcjach handlowych czy prowadzonych restrukturyzacjach, fuzjach i przejęciach.
2. Efekt klienteli – przedsiębiorstwa formułują politykę dywidend, która pozwoli przyciągać takich inwestorów, którym dana polityka odpowiada; zmiana polityki może skutkować zmianami cen akcji, wywołanymi chęcią odsprzedaży akcji tych inwestorów, którym zmieniona polityka nie odpowiada, oraz chęcią nabycia akcji przez inwestorów zainteresowanych zmienioną polityką dywidend.

3. Hipoteza redystrybucji majątku – zmiany wartości rynkowej są związane ze zmianami wartości rynkowej długu; majątek może być przesuwany od posiadaczy obligacji do posiadaczy akcji lub odwrotnie, wystarczy odpowiednio kształtować wysokość wypłacanych dywidend i odsetek.

Dodatkowo w zachowaniach rynkowych inwestorów należy uwzględnić wykazane przez prekursorów finansów behawioralnych liczne nieracjonalne decyzje, których rezultatem są systematycznie popełniane błędy. Skutkują one często licznymi nieprzewidywalnymi zmianami wartości rynkowych przedsiębiorstw. Na zmiany te mają również wpływ działania spekulacyjne samych inwestorów. Potrafią oni, kształtując odpowiednio popyt i podaż, doprowadzić do gwałtownych wzrostów i spadków cen wybranych walorów.

Zdaniem T. Dudycza i B. Brycz (2009, s. 315-325), byłe i obecne wahania cen akcji i innych walorów na rynkach kapitałowych w dużej mierze spowodowane są ww. uwarunkowaniami. Wzrost świadomości zarządzających przedsiębiorstwami spowodował, że nabierają oni coraz większej wprawy w manipulowaniu informacją, a co za tym idzie, w sposób wygodny sobie kształtują wartość rynkową zarządzanych firm. Dotyczy to również pozostałych uczestników gry rynkowej. Okazuje się jednak, że tak wykreowana wartość nie jest trwała i przy najmniejszych zawirowaniach rynkowych ulega gwałtownej korekcie.

Istotne wady posiada również podejście do zagregowanego celu przedsiębiorstwa oparte na koncepcji tworzenia klienteli. Maksymalizowanie wartości dla klienta wymaga w pewnych warunkach realizacji specyficznych celów rynkowych. To z kolei w wielu przypadkach nie koreluje z tworzeniem wartości dla właścicieli. Zastosowanie niektórych dobrych strategii rynkowych może więc powodować jej obniżanie. Nieuwzględnienie interesu właścicieli może natomiast prowadzić do wycofania kapitałów i rezygnacji z prowadzenia działalności (Marcinkowska 2000, s. 21).

Z powyższych rozważań wynika, że najbardziej uniwersalnym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości dla wszystkich grup interesariuszy *(stakeholders' value)*. Jak słusznie zauważa J. Knight (1998, s. 4), zarządzanie oparte na wartości wymaga dostarczenia maksymalnego zwrotu dla inwestorów, pod warunkiem zrównoważenia celów wszystkich innych istotnych stron (m.in. klientów i pracowników). Kreowanie tej wartości nie jest jednak grą o sumie zerowej. Wzrost wartości dla właścicieli niekoniecznie musi oznaczać jej redukcję dla innych grup interesów.

Równoważenie celów wszystkich interesariuszy nie jest jednak w pełni możliwe. Wymaga ostrego zakreślenia strategii opartej na jasno oznaczonych celach poszczególnych stron oraz konsekwentnego jej realizowania. W przeciwnym wypadku może prowadzić do bezpowrotnego zachwiania wypracowanej równowagi i skutkować destrukcją wartości przedsiębiorstwa (Marcinkowska 2000, s. 21).

Koncepcja *stakeholders' value* zasadza się na dążeniu do zwiększania tzw. wartości fundamentalnej (nieodłącznej, wewnętrznej) przedsiębiorstwa. Wartość ta

wynika z dążenia przedsiębiorstwa do zwiększania użyteczności wobec wszystkich interesariuszy. Jest to wartość, która agreguje spojrzenie na przedsiębiorstwo z wielu różnych perspektyw. O ile dość łatwo można ją sobie wyobrazić koncepcyjnie, o tyle trudniej ją szacować i wykorzystywać w podejmowaniu konkretnych decyzji (Cwynar i Cwynar 2002, s. 63).

3. Pomiar *stakeholders' value* z wykorzystaniem koncepcji strategicznej karty wyników

Jedną z najciekawszych koncepcji zarządzania zapewniających ogląd działalności przedsiębiorstwa z wielu różnych stron, a więc odpowiadającą idei *stakeholders' value* jest strategiczna karta wyników *(balanced scorecard* – BSC). Jest ona rezultatem projektu badawczego realizowanego na początku lat 90. pod kierunkiem R.S. Kaplana i D.P. Nortona (1996), zarządzających firmą konsultingową Nolan, Norton & Co. W projekcie uczestniczyło 12 korporacji amerykańskich. Na podstawie badań Kaplan i Norton opracowali metodę kompleksowego monitoringu efektów działalności przedsiębiorstwa uwzględniającego, obok celów mierzalnych finansowo, także te niemierzalne, jak wysoką jakość produktu, wykwalifikowany personel czy inne.

Podstawą teoretyczną strategicznej karty wyników była zmiana postrzegania organizacji, której rozwój można obserwować z czterech perspektyw. Mapę perspektyw określoną przez twórców koncepcji BSC przedstawia rysunek 2.



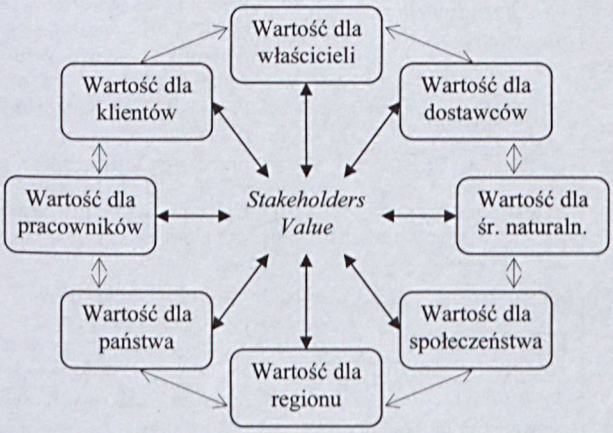
Rysunek 2. Koncepcja strategicznej karty wyników
Źródło: (Kaplan i Norton 1996, s. 12).

Poszczególne perspektywy obejmują następujące pytania (Jaruga, Nowak i Szychta 1999, s. 51):

1. Finanse – jakimi wynikami powinna charakteryzować się działalność firmy, aby jej właściciele uznali, że odniosła sukces finansowy?
2. Procesy wewnętrzne – jakie procesy należy doskonalić aby właściciele i klienci firmy byli zadowoleni?

3. Jak zachować zdolność do zmian i poprawy efektywności, aby zrealizować wizję przedsiębiorstwa?
4. Klient – jak powinni postrzegać firmę klienci, aby mogła ona realizować swoje cele?

Tworzenie strategicznej karty wyników jest kreatywnym procesem dyskusyjnym w przedsiębiorstwie. Obejmuje on określenie konkretnych celów w każdej z wyodrębnionych perspektyw i związanych z nimi miar (wskaźników). Działalność przedsiębiorstwa powoduje, że wyznaczone wskaźniki zmieniają swój poziom. Pomiar odchyleń wskaźników od wartości docelowych, a także obserwacja współzależności między nimi umożliwiają podejmowanie decyzji mających na celu powtórne zrównoważenie BSC. Autorzy koncepcji podkreślają, iż wyróżnienie, czterech płaszczyzn nie należy traktować jako sztywnej zasady. W niektórych przypadkach celowe może być wyróżnienie dodatkowych perspektyw, np. dostawcy, konkurencji itp. Strategiczna karta wyników umożliwia wielowątkową ocenę przedsiębiorstwa pod względem wielu kryteriów. Metodę tę można wykorzystać w zintegrowanym zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Rysunek 3 przedstawia propozycję perspektyw *BSC* pomiarze i kontroli *stakeholders' value.*



Rysunek 3. Perspektywy BSC w pomiarze i kontroli *stakeholders' value*

W proponowanej koncepcji, pomiar *stakeholders' value* opiera się na monitorowaniu poziomów wskaźników opisujących każdą z widocznych na rysunku 3 perspektyw oceny wartości przedsiębiorstwa. Dobór wskaźników powinien uwzględniać specyfikę przedsiębiorstwa i jego otoczenia, a także przejrzystość i komunikatywność uzyskiwanych wyników (wskaźniki powinny być w miarę możliwości jak najprostsze; nie powinno ich być też zbyt wiele). Dla każdego wskaźnika wytyczyć należy wartość wzorcową, która charakteryzować powinna docelową wartość przedsiębiorstwa dla jego interesariuszy. Podobnie jak w klasycznej BSC, odchyle-

nia poziomów wskaźników od wartości wzorcowych determinować powinny decyzje zmierzające do osiągnięcia założonej *stakeholders' value*. Tabela przedstawia przykładowy zestaw celów i miar w poszczególnych perspektywach oceny tejże wartości.

Przykładowy zestaw miar stakeholders' value

Perspektywa	Cel	Miary
Wartość dla właścicieli	wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa dla jego właścicieli	1) wartość majątkowa przedsiębiorstwa 2) wartość dochodowa przedsiębiorstwa
	wartość przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym	3) cena akcji 4) wskaźnik cena/zysk
Wartość dla klienta	dynamika rotacji klientów	1) dynamika pozyskiwania nowych klientów 2) dynamika klientów utraconych
	kontakty i relacje z klientem	3) liczba kanałów informacyjnych dla klientów 4) przeciętna liczba kontaktów z klientami
Wartość dla dostawców	dynamika rotacji dostawców	1) dynamika pozyskiwania tańszych dostawców 2) dynamika dostawców utraconych
	jakość obsługi zobowiązań	3) przeciętny, wynegocjowany termin płatności 4) przeciętny termin spłaty zobowiązań
Wartość dla pracowników	dynamika rotacji pracowników	1) wskaźnik wymiany pracowników 2) wskaźnik zwolnień niepożądanych
	jakość wynagradzania pracowników	3) przeciętna pensja pracownika 4) przeciętne opóźnienie wypłaty wynagrodzenia
Wartość dla państwa	wysokość płaconych danin publicznych	1) dynamika płaconych podatków pośrednich 2) dynamika płaconych podatków dochodowych
	udział w wymianie międzynarodowej	3) udział eksportu w przychodach ogółem 4) udział importu w zakupach ogółem
Wartość dla regionu	wysokość płaconych podatków lokalnych	1) dynamika zob. w podatku od nieruchomości 2) dynamika pozostałych opłat lokalnych
	działania na korzyść regionu	3) dynamika zatrudnienia osób bezrobotnych 4) udział projektów wspieranych przez samorząd w działalności przedsiębiorstwa

Perspektywa	Cel	Miary
Wartość dla społeczeństwa	działania na rzecz społeczności lokalnej	1) ilość działań wspierających sport, rekreację i kulturę 2) udział wydatków na sponsoring w przychodach ogółem
Wartość dla środowiska naturalnego	działania związane z ochroną środowiska	1) wartość płaconych kar i opłat środowiskowych 2) poziom wydatków na zabezpieczenia związane z likwidacją wpływu przedsiębiorstwa na środowisko
	rewitalizacja środowiska naturalnego	3) poziom wydatków na rewitalizację środowiska 4) ilość działań związanych z odbudową środowiska

Zakończenie

Zaprezentowana koncepcja pomiaru i kontroli wartości przedsiębiorstwa dla wszystkich jego interesariuszy umożliwia zarządzanie zrównoważonym wzrostem przedsiębiorstwa. Równoważąc interesy większości stron zainteresowanych działalnością przedsiębiorstwa, kreuje stabilną strategię firmy, którą opisać można za pomocą szeroko pojętej *stakeholders' value*.

Zarządzanie wartością dla interesariuszy, w odróżnieniu od idei kształtowania wartości rynkowej, zabezpiecza właścicieli przed spekulacyjnymi działaniami zarządów oraz pozostałych uczestników rynku kapitałowego. Za pomocą przedstawionej koncepcji można również wykrywać i monitorować słabe strony przedsiębiorstwa, co sprzyja wczesnemu wykrywaniu zagrożeń i gwałtownych zmian pozycji rynkowej firmy. Obserwowane mogą być także mocne strony, które w kontekście przyszłej działalności stanowią kluczowe czynniki sukcesu w konkurencyjnym otoczeniu.

Wydaje się, że w najbliższych latach koncepcja maksymalizacji wartości dla wszystkich interesariuszy powinna stać się podstawowym celem zagregowanym współczesnych przedsiębiorstw.

Bibliografia

Ansoff H.I., (1965), *Corporate Strategy*, McGraw-Hill, New York.

Black A., Wright P., Bachman J.E., Davies, J. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.

Brycz B., (2005), *Planowanie strategiczne a wartość dla właścicieli*, [w:] E. Urbańczyk (red.), *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 406.
Cwynar A., Cwynar W., (2002), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, FRRwP, Warszawa.
Damodaran A., (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka.*, Helion, Gliwice.
Drucker P.F., (2005), *Praktyka zarządzania*, MT Biznes, Warszawa.
Dudycz T., Brycz B., (2009), *Czy paradygmat wartości przeżywa kryzys?*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Wycena przedsiębiorstw i zarządzanie wartością*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 534.
Jaki A., (2008), *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków.
Jaruga A., Nowak W., Szychta A., (1999), *Rachunkowość zarządcza. Koncepcje i zastosowania.*, ABSOLWENT, Łódź.
Jeżak J., (1990), *Strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem. Studium koncepcji i doświadczeń amerykańskich oraz zachodnioeuropejskich*, Wydawnictwo UŁ, Łódź.
Kaplan R.S., Norton D.P., (1996), *Translating Strategy Into Action. The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press, Massachusetts.
Karpuś P., (red.) (2006), *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
Knight J., (1998), *Value Based Management*, McGraw-Hill, New York.
Marcinkowska M., (2000), *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa.
Miles R.C., (1984), *Basic Business Appraisal,* John Wiley & Sons, New York.
Rappaport A., (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
Ross S.A., Westerfield R.W., Jordan B.D. (1998), *Finanse przedsiębiorstwa*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
Senior N.W., (1836), *An Outline of the Science of Political Economy*, London.
Szczepankowski P., (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa.
Uniwersalny słownik języka polskiego (USJP), dostępny w Word Wide Web: sjp.pwn.pl.
Zarzecki D., (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa.

USE OF THE BALANCED SCORECARD CONCEPT TO MEASURE AND CONTROL THE AGGREGATED GOAL OF THE ENTERPRISE

Summary

The main purpose of this paper is to present the concept of maximizing stakeholders' value as an aggregated aim of the enterprise and to discuss the use of a balanced scorecard to its measure and control.

In the first part of the paper, the idea of the enterprise' value are defined and characterized. The second section discussed three main concepts of the modern enterprises. The method for measuring stakeholders' value using the balanced scorecard is presented at the end of the paper.