

Tomasz J. DĄBROWSKI*

DYLEMATY WYCENY WARTOŚCI RELACJI Z INTERESARIUSZAMI

Słowa kluczowe: aktywa niematerialne, wycena, kapitał relacji, interesariusze, wartość

1. Wstęp

Współczesne myślenie o zarządzaniu przedsiębiorstwem podlega zmianom; rośnie np. popularność koncepcji akcentujących konieczność uwzględniania w nim znaczenia różnych grup interesariuszy. W ramach tych koncepcji zwraca się uwagę na udział poszczególnych interesariuszy zarówno w kreowaniu wartości wypracowywanej przez przedsiębiorstwo, jak i jej podziale. Tak w jednym, jak i drugim przypadku pojawia się potrzeba stworzenia odpowiednich sposobów pomiaru odzwierciedlających zaangażowanie interesariuszy. Jak zauważa M. Marcinkowska, „zarządzanie przedsiębiorstwem uwzględniające społeczny wymiar jego działalności i zaangażowanie w relacje z interesariuszami wymaga zastosowania odpowiednio dostosowanych narzędzi pomiaru efektów”¹.

W artykule podjęto problem wyceny wartości relacji z interesariuszami w kontekście pomiaru wartości aktywów niematerialnych². Celem nie jest jednak przedstawienie nowych metod wyceny tych aktywów, lecz zwrócenie

* Dr, Instytut Zarządzania Wartością, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie; e-mail: tomasz.dabrowski@sgh.waw.pl

¹ M. Marcinkowska, *Sprawozdanie z wartości dodanej – przykład oceny wyników przedsiębiorstwa z perspektywy interesariuszy*, Zesz. Nauk. US 2012/690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 51, s. 335.

² Pojęcie aktywów niematerialnych jest definiowane w literaturze przedmiotu w różny sposób, nie wypracowano jednak dotąd powszechnie akceptowanej definicji tego terminu. Różni autorzy używają zamiennie określeń: aktywa niematerialne, czynniki niematerialne, zasoby niematerialne, kapitał intelektualny. Nie wnikając w różnice między tymi pojęciami, w dalszej części tekstu będą one traktowane jako równoważne.

uwagi, że dotychczasowe sposoby ich wyceny, również te powstałe w ramach systemów pomiaru kapitału intelektualnego, w niedostatecznym stopniu uwzględniają kapitał relacji. Wskazano grupy interesariuszy pomijane zazwyczaj podczas wyceny wartości relacji oraz przedstawiono główne dylematy, które muszą zostać rozstrzygnięte w trakcie tworzenia bardziej kompleksowego modelu wyceny. Postawione w artykule pytania mają stanowić punkt wyjścia do dalszej dyskusji i wypracowywania odpowiednich rozwiązań dotyczących tego złożonego problemu.

2. Wycena aktywów niematerialnych

Aktywa niematerialne najogólniej określa się jako niemające fizycznej postaci źródła przyszłych korzyści ekonomicznych przedsiębiorstwa. Aktywa te z punktu widzenia stopnia złożoności ich wyceny można podzielić na dwie grupy. Pierwszą stanowią aktywa dające się jednoznacznie zidentyfikować i wyodrębnić jako część majątku przedsiębiorstwa – należą do nich m.in. patenty, licencje czy oprogramowanie. Tego typu aktywa stanowią oddzielny byt ekonomiczny i prawny, mogą zostać w sposób rzetelny i wiarygodny wycenione. Pozwala to na wykazywanie ich wartości w bilansie przedsiębiorstwa jako elementu aktywów niematerialnych i prawnych. Są to tak zwane bilansowe aktywa niematerialne.

W rachunkowości finansowej widoczna jest tendencja do rozszerzania zakresu ujmowania tych aktywów. W MSSF 3 w ramach aktywów niematerialnych wyodrębniono pięć ich grup, co obrazuje tabela 1.

Wartość tych aktywów niematerialnych uwzględniana jest jednak jedynie w przypadku ich wyceny związanej z połączeniem jednostek gospodarczych. Jeśli aktywa takie, jak marka (portfolio marek) czy relacje z klientami, zostały wytworzone wewnątrz przedsiębiorstwa, to nie są ujmowane w jego sprawozdaniach finansowych.

Do drugiej grupy aktywów należą te, które z różnych powodów są trudne do zobiektywizowanej wyceny. Przyczyn utrudnionej wyceny jest wiele, począwszy od problemów z wydzieleniem aktywów należących do tej grupy, a kończąc na ich specyficznym charakterze, sprawiającym, że brak dla nich rynkowego odpowiednika; co więcej, są takie aktywa, jak kultura organizacyjna, które nie występują w oderwaniu od danego przedsiębiorstwa.

TABELA 1: Przykłady możliwych do zidentyfikowania wartości niematerialnych według standardów międzynarodowych

Wartości niematerialne	Aktywa
1. Związane z marketingiem	<ul style="list-style-type: none"> • znaki towarowe, nazwy handlowe, znaki usługowe, znaki handlowe stanowiące własność organizacji, • znaki zgodności z normą • wygląd produktu (kolor, fason, opakowanie) • stopki w gazetach • nazwy domen internetowych • umowy o zakazie konkurencji
2. Związane z klientem	<ul style="list-style-type: none"> • listy klientów • wykaz zamówień lub produkcji • umowy z klientami i związane z nimi relacje pozaumowne • relacje z klientami
3. Związane z działalnością artystyczną	<ul style="list-style-type: none"> • sztuki teatralne, opera i balet • książki, czasopisma, gazety i inne utwory literackie • utwory muzyczne, teksty piosenek i melodie reklamowe • obrazy i fotografie • materiały wideo i audiowizualne, w tym filmy, wideoklipy i programy telewizyjne
4. Wynikające z warunków umownych	<ul style="list-style-type: none"> • licencje, tantiemy i umowy wstrzymania (standstill agreements) • umowy związane z reklamą, budową, zarządzaniem, usługami lub dostawami • umowy leasingowe (gdzie jednostka przejmowana jest leasingobiorcą lub leasingodawcą) • pozwolenia na budowę • umowy franszyzy • prawa eksploatacji i transmisji • umowy obsługi, np. umowa obsługi hipoteki • umowy o pracę • prawa użytkowania obejmujące: odwierty, wodę, powietrze, wycinkę drzew i korzystanie z tras
5. Związane z technologią	<ul style="list-style-type: none"> • opatentowana technologia • oprogramowanie komputerowe i topografia układów scalonych • nieopatentowana technologia • bazy danych, w tym informacje o warunkach użytkowania • tajemnice handlowe – takie, jak, formuły, procesy i receptury

Źródło: E. Radawiecka, *Warunki wyodrębnienia wartości niematerialnych według standardów międzynarodowych*, Zesz. Nauk. US 2012/690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 51, s. 755.

W konsekwencji, aktywa należące do drugiej grupy nie zostają ujawnione w systemie księgowym, co sprawia, że aktywa niematerialne są w nim ujawniane w sposób niepełny. Specyfika ujęcia księgowego opiera się bowiem na jednoznacznej identyfikacji i wiarygodnym pomiarze umożliwiających obiektywną ocenę wartości poszczególnych aktywów. Dlatego aktywa takie, jak kultura organizacyjna czy zewnętrzne relacje przedsiębiorstwa, nie znajdują odzwierciedlenia w systemie księgowym³. Zostały one wytworzone w przedsiębiorstwie bądź na jego styku z otoczeniem; nie można ich wydzielić i nie mogą być przedmiotem oddzielnych transakcji, trudno także oszacować koszty ich wytworzenia.

Ułomność systemów księgowych w raportowaniu wartości aktywów niematerialnych zderza się z rosnącą presją na ujawnianie wszelkich informacji pozwalających wiarygodnie oceniać sytuację przedsiębiorstwa. Obok potrzeby transparentności, M. Panfil⁴ zwraca uwagę na dwie inne przyczyny zwiększającego się zainteresowania wyceną aktywów niematerialnych. Pierwszą z nich stanowi dążenie do poprawy zarządzania tymi aktywami. Pomiar wartości aktywów niematerialnych wymusza identyfikację nośników wartości i pomaga w ocenie, które z nich powinny być rozwijane; pozwala także na ewaluację efektywności wydatków inwestycyjnych ponoszonych na ten rozwój. Drugim z powodów jest konieczność ustalania wartości aktywów niematerialnych na potrzeby fuzji i przejęć.

W wycenie aktywów niematerialnych można zaobserwować dwa podejścia. Pierwsze z nich polega na pomiarze ogólnej (globalnej) wartości tych aktywów, np. poprzez określenie różnicy między wartością rynkową a wartością księgową przedsiębiorstwa, co pozwala wycenić wartość rynkową całości pozabilansowych aktywów niematerialnych podmiotu. Drugie natomiast oparte jest na pomiarze wartości jednostkowych aktywów – umożliwia to późniejsze określenie wartości całości aktywów niematerialnych. Ważnym elementem tego drugiego podejścia jest wyodrębnienie poszczególnych aktywów, co może jednak nie być łatwe, bowiem musi się opierać na jednoznacznej ich identyfikacji. Tymczasem nie istnieje jeden zamknięty i powszechnie akceptowany katalog aktywów niematerialnych, zaś różni autorzy wprowadzają

³ Wyjątek stanowią relacje z klientami, które zgodnie z MSSF3 ujmowane są w sprawozdaniach finansowych w przypadku łączenia podmiotów.

⁴ **M. Panfil**, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, [w:] *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstwa*, red. A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2010, s. 265–269.

własne ich klasyfikacje. Z drugiej strony, można zaobserwować, że niektóre aktywa występują w tych klasyfikacjach częściej niż inne, mające charakter specyficzny dla systematyki wprowadzonej przez danego autora. Zakładając, że obecność jakiegoś aktywu w klasyfikacjach odzwierciedla stopień akceptacji dla jego wyodrębnienia, można przyjąć, iż istnieje grupa aktywów, co do których panuje dość powszechnie podzielane przekonanie o konieczności ich ujmowania wśród aktywów niematerialnych. Te aktywa stają się najczęściej przedmiotem wyceny.

3. Kapitał relacji jako element aktywów niematerialnych

Relacje jako element tworzący wartość przedsiębiorstwa zostały dostrzeżone już przez G.H. Preinreicha w opublikowanej przez niego w 1937 r. książce *The Law of Goodwill*; wśród określeń charakteryzujących wartość firmy znalazła się m.in. „wartość powiązań i układów danego przedsiębiorstwa”⁵. Bardziej współcześnie relacje pojawiają się w wielu różnych koncepcjach kapitału intelektualnego. Występują one jako odrębna kategoria tego kapitału bądź jako element lub składnik w ramach szerszych kategorii. W koncepcji K.-E. Sveiby’ego relacje z klientami i dostawcami stanowią element kategorii określonej przez tego autora mianem struktury zewnętrznej, a w koncepcji N. Bontisa kapitał relacyjny traktowany jest jako odrębna kategoria kapitału intelektualnego. Podobne podejście można znaleźć u S. Pike’a i G. Roosa, którzy uznają kapitał relacyjny za odrębną kategorię składającą się z takich elementów, jak zewnętrzne relacje z klientami, dostawcami, partnerami, sieciami, regulatorami itd.⁶ W jeszcze większej liczbie koncepcji jako kategoria, element lub składnik kapitału intelektualnego pojawia się kapitał klienta.

Koncentrowanie uwagi na kapitale klienta ma swoje uzasadnienie. Jak zauważają S. Kasiewicz i W. Rogowski, kapitał klienta należy do jednej z dwóch najważniejszych, a zarazem najbardziej podatnych na utratę kategorii kapitału intelektualnego⁷. Można dodać również, że kapitał klienta jest

⁵ Cyt. za: **M. Marcinkowska**, *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006, s. 197.

⁶ **S. Pike, G. Roos**, *Intellectual capital measurement and holistic value approach (HVA)*, Works Institute Journal, Oct.-Nov 2000/42.

⁷ **S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska**, *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Ofic. Ek., Kraków 2006, s. 93.

tą kategorią kapitału intelektualnego, w przypadku której wypracowano dość pokaźny dorobek w zakresie metod jego wyceny. W literaturze marketingowej dostępny jest cały wachlarz modeli służących pomiarowi wartości klientów⁸. Odzwierciedlają one różne podejścia do ich wyceny, najczęściej bazując na wartości życiowej klienta (CLV, LTV) stanowiącej wielkość zdyskontowanych przepływów pieniężnych, jakie zostaną wygenerowane dla przedsiębiorstwa, dzięki transakcjom z danym klientem w całym okresie trwania relacji. Stosowanie nawet najmniej złożonych modeli tego rodzaju nie jest jednak proste. Rodzi ono szereg praktycznych problemów, poczynając od konieczności identyfikowania klientów – przez prognozowanie ich przyszłych zachowań – aż po dostępność danych dotyczących kosztów generowanych przez każdego z klientów. W bardziej złożonych modelach niektóre z tych problemów znalazły swoje rozwiązanie: np. aby uwzględnić zmienność zachowań klientów, wzięto pod uwagę czynnik ryzyka, wprowadzając zamiast wartości życiowej klienta wartość życiową klienta skorygowaną o współczynnik ryzyka związanego z tym klientem (*Risk Adjusted Lifetime Value* – RALTV)⁹. Propozycje uwzględniające szerokie spojrzenie na wartość klienta nie ograniczają jej jedynie do przepływów pieniężnych; uwzględniają w wycenie tej wartości także takie elementy, jak: generowane przez klienta rekomendacje, pochodząca od niego informacja zwrotna, czy idee i pomysły, których źródłem jest klient¹⁰. Modele analizy portfela klientów pozwalają z kolei na prognozowanie wartości wszystkich klientów przedsiębiorstwa. Podstawą tego prognozowania są dane dotyczące ich przeszłych transakcji i zachowań.

Mimo że modele wartości klienta zazwyczaj nie są używane w wycenie wartości relacji jako elementu aktywów niematerialnych – głównym obszarem stosowania tych modeli jest optymalizacja decyzji marketingowych – to wydaje się, że kryje się w nich niewykorzystany potencjał. S. Gupta, D.R. Lehmann i J.A. Stuart opracowali model wyceny przedsiębiorstwa oparty na wartości życiowej klienta. Stosując ten model w wycenie czterech spółek: Amazon, Ameritrade, eBay i E*TRADE, wykazali, że w przypadku przedsiębiorstw,

⁸ Szeroki przegląd modeli pomiaru wartości klienta można znaleźć np. w: **B. Dobiegała-Korona**, *Istota i pomiar wartości klienta*, [w:] *Zarządzanie wartością klienta. Pomiar i strategię*, red. B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, Poltext, Warszawa 2010, oraz **M. Awdziej**, *Modelowe koncepcje życiowej wartości klienta*, *Market. i Rynek* 2007/7.

⁹ **R. Dhar, R. Glazer**, *Hedging customers*, *Harvard Business Review* 2003/81 (5).

¹⁰ **M. Bauer, M. Hammerschmidt, M. Braehler**, *The customer lifetime value concept and its contribution to corporate valuation*, *Yearbook of Marketing and Consumer Research* 2003/1.

w których dużą rolę odgrywają aktywa niematerialne, a zwłaszcza posiadana baza klientów, wartość klientów dobrze odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa. Wyceny dokonane przez wspomnianych autorów w odniesieniu do trzech z czterech spółek okazały się bliskie ich wartości rynkowej, i to niezależnie od bieżącej sytuacji panującej na giełdzie¹¹.

Chociaż z punktu widzenia przepływów pieniężnych relacje z klientami odgrywają i nadal będą odgrywały istotniejszą rolę niż relacje z innymi grupami interesariuszy, a wartość tych relacji będzie miała największy wpływ na wartość aktywów niematerialnych, to nie można jednocześnie nie dostrzeżać, że sieć powiązań przedsiębiorstwa jest znacznie szersza, a klienci nie są jedyną grupą dostarczającą wartości. Badania prowadzone nad relacjami przedsiębiorstw z różnymi grupami interesariuszy potwierdzają, że relacje te wpływają na wartość firm. Wyniki badań dotyczących inwestorów dowodzą na przykład, że są oni skłonni premiować spółki podejmujące starania o budowanie lepszych relacji z tą grupą interesariuszy. Wskazuje na to wyższa wycena spółek mających lepiej rozwiniętą funkcję IR (*investor relations*)¹² oraz reprezentujących wyższe standardy ładu korporacyjnego¹³. Na wartość spółki mogą także rzutować jej relacje z analitykami finansowymi. Badania K.L. Womacka wykazały, że negatywne rekomendacje obniżają, a pozytywne podnoszą wycenę rynkową spółki¹⁴.

Z kolei wyniki badań nad aktywnym poszukiwaniem renty potwierdzają ekonomiczną wartość relacji przedsiębiorstwa z przedstawicielami władz i wymiaru sprawiedliwości¹⁵. Choć praktyki stosowane przez firmy w tym zakresie nie są godne pochwały, to nie można zaprzeczyć, że także tego typu

¹¹ S. Gupta, D.R. Lehmann, J.A. Stuart, *Valuing Customers*, MSI Paper 01-119, Marketing Science Institute, Cambridge 2001.

¹² D. Dziawgo, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, PWN, Warszawa 2011, s. 134–139.

¹³ Jak wynika z raportów firmy doradczej McKinsey, inwestorzy instytucjonalni wykazują gotowość do płacenia premii w wysokości 12–14% ceny akcji za walory spółek z Ameryki Północnej i Europy Zachodniej o wyższych standardach w zakresie ładu korporacyjnego. W przypadku spółek z rynków wschodzących premia ta jest jeszcze wyższa. Za: C.J. Fombrun, R. I. *Insights, Corporate Governance*, *Corporate Reputation Review* 2006/8 (4).

¹⁴ K.L. Womack, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value*, *Journal of Finance* 1996/51 (1).

¹⁵ S. Sztaba, *Aktywne poszukiwanie renty. Teoria, przykłady historyczne. Przejawy w polskiej gospodarce lat dziewięćdziesiątych*, SGH, Warszawa 2002.

relacje mogą stanowić element aktywów niematerialnych, bowiem bez wątpienia bywają źródłem przyszłych korzyści ekonomicznych przedsiębiorstwa.

Grupą interesariuszy, której znaczenie będzie w nadchodzących latach zdecydowanie rosło, są organizacje pozarządowe. Relacje z nimi również niosą ze sobą wartość dla przedsiębiorstwa, czego przykładem mogą być efekty zrealizowanych wspólnie przez firmy i NGO akcji *co-brandingowych* czy innych działań z obszaru *cause related marketingu*¹⁶. Ponadto dobre relacje z organizacjami pozarządowymi zmniejszają prawdopodobieństwo podejmowania przez nie działań wymierzonych w przedsiębiorstwo, takich jak wezwanie do bojkotu jego produktów bądź usług. Tym samym relacje te wpływają na wartość przedsiębiorstwa; nie prowadzą one wprawdzie w tym przypadku do wzrostu tej wartości, ale zapobiegają jej spadkowi.

Można wskazać też na inne grupy interesariuszy – dostawców, pośredników, media, społeczności lokalne itd. (relacje z pracownikami są zazwyczaj ujmowane w ramach kapitału ludzkiego) – relacje z każdą z tych grup mają swoje skutki ekonomiczne. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa, mogą prowadzić do wzrostu przychodów, redukcji kosztów lub ograniczenia ryzyka działalności, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości firmy.

Tendencją, która zwiększy znaczenie wyceny wartości relacji z interesariuszami, jest upowszechnianie się społecznej odpowiedzialności biznesu. Jednym z kluczowych elementów tej koncepcji jest bowiem dialog z interesariuszami i podejmowanie starań o równowagę ich interesów. Jednocześnie widoczna jest zmiana w podejściu do CSR – w coraz większym stopniu patrzy się bowiem na odpowiedzialność społeczną nie jako na wydzielony obszar działań przedsiębiorstwa mających służyć poprawie jego publicznego wizerunku, a jako na integralną część strategii firmy bądź, jeszcze szerzej, jako na element filozofii jej działania. Takie szerokie spojrzenie jest widoczne choćby w sformułowanej przez M.E. Portera i M.R. Kramera koncepcji *shared value creation*, zakładającej „koncentrowanie się na identyfikowaniu i rozwijaniu powiązań między postępem ekonomicznym i społecznym”¹⁷. Ujmowanie CSR jako składnika strategii rodzi nieuchronnie pytanie o wkład odpowiedzialności społecznej w kreowanie wartości przedsiębiorstwa. Tym samym przedmiotem

¹⁶ T.J. Dąbrowski, *Wykorzystanie cause-related marketingu w kreowaniu i komunikowaniu polityki społecznej odpowiedzialności biznesu*, Market. i Rynek 2011/3.

¹⁷ M.E. Porter, M.R. Kramer, *Creating shared value*, Harvard Business Review 2011/1.

wzmoczonego zainteresowania stanie się kwestia wyceny wartości jego relacji z różnymi grupami interesariuszy.

Przedstawione rozważania pozwalają na wskazanie kilku interesujących problemów, które będą wymagały rozwiązania w przyszłości. Czy w wycenie wartości relacji stosować podejście zagregowane, czy też dezagregować relacje na powiązania z poszczególnymi grupami interesariuszy i wartość każdej z tych relacji wyceniać oddzielnie? W jaki sposób w tym drugim podejściu uwzględniać efekty synergii występujące między relacjami z różnymi grupami interesariuszy? Czy w wycenie wartości relacji brać pod uwagę relacje ze wszystkimi grupami interesariuszy, czy tylko z niektórymi? Jak mierzyć wartość relacji z tymi grupami interesariuszy – na przykład organizacjami pozarządowymi – z którymi relacje nie były dotąd wyceniane? Czy w szacowaniu wartości relacji nadal ograniczać się jedynie do korzyści ekonomicznych?

4. Zakończenie

Wartość rosnącej części współczesnych przedsiębiorstw opiera się na wartości ich aktywów niematerialnych. Brak możliwości precyzyjnej wyceny poszczególnych elementów tych aktywów utrudnia zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Jednym ze składników aktywów niematerialnych jest wartość relacji firmy z innymi podmiotami. Problem wyceny wartości tych relacji staje się tym istotniejszy, że sieć powiązań łączących przedsiębiorstwa z różnymi grupami ich interesariuszy ulega zagęszczeniu – pojawiają się nowi interesariusze, zwiększa się liczba kontaktów między interesariuszami a przedsiębiorstwem. Rodzi się więc potrzeba wypracowania takiego podejścia do wyceny wartości relacji, które by uwzględniało tę zmieniającą się sytuację. Jego wypracowanie będzie stanowiło jedno z istotnych praktycznych wyzwań pojawiających się w najbliższej przyszłości. Dokładniejsza informacja na temat wartości poszczególnych relacji umożliwi bowiem nie tylko bardziej precyzyjną wycenę aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa, ale pozwoli także na lepsze zarządzanie jego wartością.

Bibliografia

- Awdziej M.**, *Modelowe koncepcje życiowej wartości klienta*, Market. i Rynek 2007/7.
- Bauer M., Hammerschmidt M., Braehler M.**, *The customer lifetime value concept and its contribution to corporate valuation*, Yearbook of Marketing and Consumer Research 2003/1.
- Dąbrowski T.J.**, *Wykorzystanie cause-related marketingu w kreowaniu i komunikowaniu polityki społecznej odpowiedzialności biznesu*, Market. i Rynek 2011/3.
- Dhar R., Glazer R.**, *Hedging customers*, Harvard Business Review 2003/81 (5).
- Dobiegała-Korona B.**, *Istota i pomiar wartości klienta*, [w:] *Zarządzanie wartością klienta. Pomiar i strategię*, red. B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, Poltext, Warszawa 2010.
- Dziawgo D.**, *Relacje inwestorskie. Ewolucja – funkcjonowanie – wyzwania*, PWN, Warszawa 2011.
- Fombrun C.J.**, *R. I. Insights, Corporate Governance*, Corporate Reputation Review 2006/8 (4).
- Gupta S., Lehmann D.R., Stuart J.A.**, *Valuing Customers*, MSI Paper 01-119, Marketing Science Institute, Cambridge 2001.
- Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M.**, *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Ofic. Ek., Kraków 2006.
- Marcinkowska M.**, *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa 2006.
- Marcinkowska M.**, *Sprawozdanie z wartości dodanej – przykład oceny wyników przedsiębiorstwa z perspektywy interesariuszy*, Zesz. Nauk. US 2012/690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 51.
- Panfil M.**, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, [w:] *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstwa*, (red.) A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2010.
- Pike S., Roos G.**, *Intellectual capital measurement and holistic value approach (HVA)*, Works Institute Journal, Oct.-Nov. 2000/42.
- Porter M.E., Kramer M.R.**, *Creating shared value*, Harvard Business Review 2011/1.
- Radawiecka E.**, *Warunki wyodrębnienia wartości niematerialnych według standardów międzynarodowych*, Zesz. Nauk. US 2012/690, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 51.
- Sztaba S.**, *Aktywne poszukiwanie renty. Teoria, przykłady historyczne. Przejawy w polskiej gospodarce lat dziewięćdziesiątych*, SGH, Warszawa 2002.
- Womack K.L.**, *Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value*, Journal of Finance 1996/51 (1).

Tomasz J. DĄBROWSKI

CONTROVERSIES OVER THE VALUATION OF THE RELATIONS WITH STAKEHOLDERS

(Summary)

The value of contemporary companies is to great extent based on the value of intangible assets. Therefore, the precise valuation of particular elements of those assets constitutes an important issue. The solution to this is regarded as an important challenge both on theoretical as well as on practical level. One of the components of intangible assets are the relations of the company with different groups of its stakeholders. The meaning of the valuation of those relations increased together with the densification of the network of stakeholders resulting from the emergence of new groups of stakeholders and from the increase in the number of contacts with the company. The current approach to the valuation of stakeholders relations (concentrated mainly on clients or employees) seems to be insufficient because the relations with other stakeholders also become a source of future economic benefits for the company. Therefore, there is a need for new approach towards the valuation of relations, embracing broader range of stakeholders, so that the valuation fully reflects the real value of those relations as an element of the intangible assets of the company.

Keywords: intangible assets, valuation, relational capital, stakeholders, value