Piotr POŁOŃSKI

WARTOŚĆ WEWNĘTRZNA A WARTOŚĆ RYNKOWA PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa

Wartość jest terminem wieloznacznym. Występuje wszędzie tam, gdzie pojawia się problem ilościowego stosunku wymiany jednego towaru na drugi. Pojęcie wartości odgrywa szczególną rolę w naukach ekonomicznych. W większości prac wartość opiera się na subiektywnie pojmowanej użyteczności. Zgodnie z poglądami J. B. Saya, J. Lauderdale'a, i N. Seniora wartość jest funkcją użyteczności, podlegającą pewnym ograniczeniom[1]. Z kolei W. S. Jevons twierdził, że „wartość zależy całkowicie od użyteczności"[2]. Użyteczność jest kryterium podejmowania decyzji konsumpcyjnych i inwestycyjnych. Liczne koncepcje wartości wiążą się z metodami jej pomiaru. Inwestor dokonujący alokacji kapitału i podejmujący decyzję o zakupie towaru (akcji, przedsiębiorstwa) dąży do przeprowadzenia transakcji po cenie niższej od wartości rynkowej. Sprzedający zaś dąży do realizacji transakcji po cenie przewyższającej wartość rynkową. Gra sił rynkowych: popytu i podaży, reprezentowanych odpowiednio przez nabywcę i sprzedającego, prowadzi do ustalenia wartości rynkowej. Dla odróżnienia od wartości rynkowej, wartość przedmiotu transakcji, po jakiej nabywca zamierzał go kupić, a sprzedający zbyć, nazwiemy wartością wewnętrzną. Zatem wartość wewnętrzna jest zdeterminowana przez subiektywną użyteczność dla inwestora (nabywcy) lub dla sprzedającego oraz ich oczekiwania w stosunku do przedmiotu wartościowania. Wartość wewnętrzna w zależności od podmiotu biorącego udział w transakcji, niezależnie od tego, czy jest to sprzedający czy kupujący, będzie różna. Należy dodać, że wartość ta jest

---

[1] N. W. Senior, *An outline of the science of political economy*, London 1836, s. 11.
[2] W. S. Jevons, *The theory of political economy*, London 1871, s. 2.

wymiernym efektem pośrednich i bezpośrednich konsekwencji, jakie ponosi podmiot w wyniku realizacji transakcji. Dalsze rozważania będą dotyczyły wyceny przedsiębiorstw.

Inwestor ma do dyspozycji wiele różnych metod wyznaczania wartości wewnętrznej. W literaturze przedmiotu wyodrębniono następujące grupy metod: metody dochodowe, majątkowe, mieszane oraz multiplikacyjne, czyli porównań rynkowych.

2. Kluczowe czynniki kształtujące wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa jest wielkością, na którą nie można oddziaływać w sposób bezpośredni. Proces zarządzania poprzez wartość może więc być realizowany pośrednio, przy wykorzystaniu zmiennych poddających się bezpośredniemu kształtowaniu przez decyzje zarządu. Na wartość organizacji ma wpływ znaczna liczba czynników, co powoduje trudności z ustaleniem tych priorytetowych, którym należy poświęcić najwięcej uwagi i na które należy skierować główne działania. Czynnikiem kształtującym wartość jednostki jest każda zmienna, która wpływa w jakikolwiek sposób na wartość. Konieczne staje się sporządzenie hierarchii tych czynników, gdyż dopiero wówczas stają się one użyteczne. Należy zatem rozpocząć od wyznaczenia obszarów, określających wartość organizacji w skali makro w taki sposób, aby były one użyteczne w procesie realizacji długookresowej strategii działania. Tak ustalone czynniki są zwykle zbyt ogólne, aby mogły być wykorzystane przez kierownictwo niższych szczebli. Kolejnym etapem jest zatem uszczegółowienie określonych wcześniej obszarów działania tak, aby kierownicy liniowi mogli kształtować wartość na poziomie operacyjnym. Taka struktura czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa pozwala na analizę obszarów wartościotwórczych.

Z formuły dochodowej wartości przedsiębiorstwa wynika, że są dwa pierwotne elementy, decydujące o wartości przedsiębiorstwa, a mianowicie: przepływy gotówki z działalności operacyjnej oraz stopa dyskonta. Te dwie wielkości pozwalają na zdefiniowanie czynników kształtujących wartość w skali makro. Głównymi składowymi strumienia gotówki są osiągnięte na działalności operacyjnej przychody ze sprzedaży przy uwzględnieniu stopy marży zysku operacyjnego, która decyduje o rentowności sprzedaży podstawowej. Marża zysku operacyjnego uwzględnia koszty działalności operacyjnej, co w kontekście budowania wartości ma szczególne znaczenie, ponieważ jest wielkością, która powstaje wewnątrz przedsiębiorstwa. Z tego względu może zostać objęta

szczegółową kontrolą. W kosztach tkwi szeroko rozumiany wartościotwórczy potencjał jednostki. Kolejnym elementem wpływającym na przepływy pieniężne, jest kwota podatków. Istotna jest gotówkowa stopa podatkowa, określająca faktycznie odprowadzony podatek. Te trzy omówione wielkości możemy zawrzeć w pojęciu zysku operacyjnego skorygowanego o gotówkową stopę podatkową. Skorygowany zysk operacyjny jest bardziej kategorią księgową niż rzeczywistą, odzwierciedlającą generowane przepływy pieniężne. Niezbędne jest zatem wprowadzenie kolejnych elementów, decydujących o wielkości strumienia gotówki i wpływających na wartość przedsiębiorstwa. Takim elementem są ponoszone inwestycje niezbędne dla zapewnienia jednostce bieżącego funkcjonowania. Szeroko pojęte inwestycje będą odzwierciedlać zmiany zarówno w kapitale obrotowym, jak i w majątku trwałym. Wartość przedsiębiorstwa zależy również od czasu, w jakim jednostka jest w stanie wygenerować określoną ilość gotówki.

Wyodrębnione do tej pory zmienne stanowią zbiór czynników, decydujących o wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. Powiązania wartości przedsiębiorstwa z czynnikami w skali makro obrazuje rysunek 1.

Następnym etapem identyfikacji zmiennych kształtujących wartość przedsiębiorstwa jest uszczegółowienie ustalonych poprzednio zagregowanych obszarów realizacji wartości firmy. Szczegółowość podziału zależy od specyfiki przedsiębiorstwa. Jednak pewien stopień uszczegółowienia jest jednakowy dla wszystkich jednostek i ten zostanie omówiony dalej.

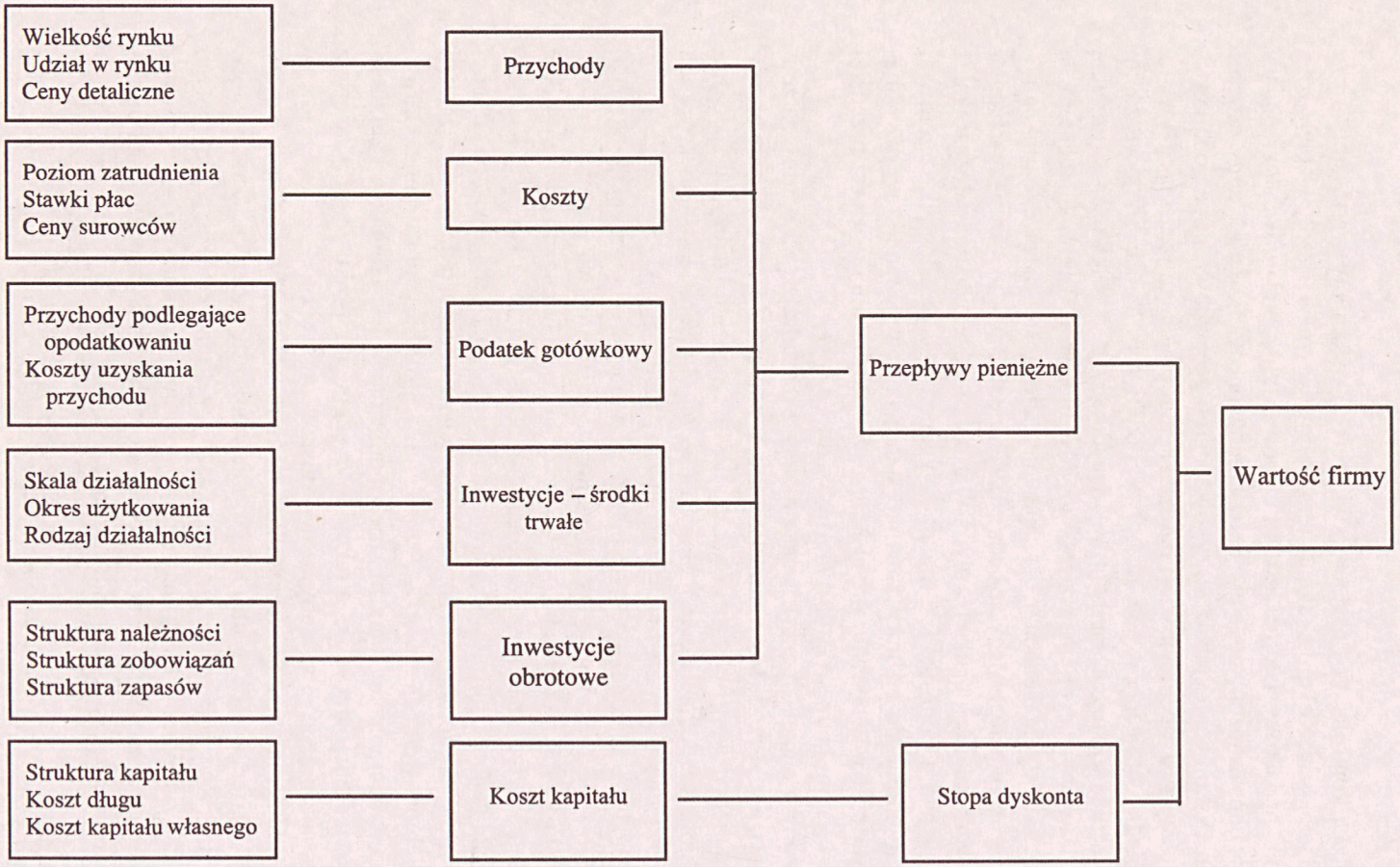
Przychody ze sprzedaży operacyjnej uzależnione są od otoczenia, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje. W otoczeniu przedsiębiorstwa można wyróżnić aspekt makro i mikroekonomiczny. Aspekt makroekonomiczny tworzony jest przez trendy wytyczone przez gospodarkę ogólnoświatową i krajową. Elementów tych nie można kontrolować, ale można obserwować i reagować na zmiany. Aspekt mikroekonomiczny dotyczy obszarów bezpośrednio związanych z przedsiębiorstwem, tj. wielkość rynku, na którym ono funkcjonuje. Bardzo istotnym elementem otoczenia mikroekonomicznego jest istniejąca konkurencja. O konkurencji decyduje atrakcyjność segmentu rynku, bariery wejścia i wyjścia, siła przetargowa nabywców i dostawców[3].

Szczególnie istotne dla uczestników sektora są bariery wejścia i bariery wyjścia[4]. Bariery wejścia utrudniają pojawienie się nowych konkurentów. Z kolei bariery wyjścia oznaczają duże koszty związane z porzuceniem danego segmentu. Czynnikiem, który decyduje o poziomie konkurencji, jest również siła przetargowa nabywców i dostawców, która decyduje o możliwości dyktowania warunków przy zawieraniu transakcji.

---

[3] M. E. Porter, *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 1994, s. 23.

[4] Ibidem, rozdz. 1.



Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press Warszawa 1997

Rys. 1. Czynniki kształtujące wartość

Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 188

Kolejnym czynnikiem decydującym o wartości przedsiębiorstwa w skali mikro jest kapitał obrotowy. Na kapitał obrotowy wpływają: struktura pasywów, aktywów bieżących oraz cykl konwersji gotówkowej, który określa okres między dokonaniem faktycznego wydatkowania środków przez przedsiębiorstwo na opłacenie zasobów potrzebnych do produkcji a uzyskaniem przez nie wpływów pieniężnych ze sprzedaży produktów. Cykl konwersji gotówki uzależniony jest od okresu konwersji zapasów, czyli przeciętnego czasu potrzebnego na wytworzenie wyrobów gotowych z materiałów i surowców. Wreszcie cykl konwersji gotówki uzależniony jest też od okresu odroczenia płatności, czyli przeciętnego czasu między nabyciem materiałów i siły roboczej a pieniężną zapłatą.

Bardzo ważnym czynnikiem są inwestycje, gdyż w długim okresie, jeżeli są właściwie przeprowadzane, zapewniają przedsiębiorstwu stabilne funkcjonowanie. Jednak wiążą się najczęściej z bardzo wysokimi wydatkami pieniężnymi. Skutki tych decyzji wywierają wpływ na działanie jednostki przez lata, a ona sama traci w ten sposób część swojej elastyczności. O wielkości nakładów inwestycyjnych decyduje rodzaj i skala prowadzonej działalności oraz szybkość zużywania się majątku. Odpowiednio przemyślane inwestycje pozwalają na długookresowy wzrost wartości przedsiębiorstwa, ale złe inwestycje mogą przyczynić się nawet do jego upadku.

Ostatnim z omawianych wartościotwórczych czynników jest koszt kapitału. Każdy wzrost majątku przedsiębiorstwa musi być sfinansowany z określonego źródła kapitałowego. Prowadząc działalność, przedsiębiorstwo wydatkuje własne środki bądź też środki, które pożycza, kapitały własne bądź kapitały obce. Każdy rodzaj kapitału ma swoją cenę. Cena ta jest kosztem kapitału. Koszt kapitału własnego i obcego jest różnie sformułowany[5]. Koszt kapitału obcego to stopa procentowa (po uwzględnieniu tarczy podatkowej), na którą firma pożycza środki. Natomiast koszt kapitału własnego jest stopą dochodu, wymaganą przez właścicieli przedsiębiorstwa. Koszt kapitału ogółem jest uzależniony od struktury posiadanych funduszy. W literaturze przedmiotu prezentowane są różnorodne metody określania kosztu kapitału, m.in. z wykorzystaniem CAPM czy też metody ustalenia średnioważonego kosztu kapitału.

Dalsza rozbudowa drzewa czynników wartości uzależniona jest od rodzaju i specyfiki działalności przedsiębiorstwa. Stopień uszczegółowienia powinien być taki, aby uzyskane wielkości szczegółowe mogły być wykorzystane na poziomie operacyjnym.

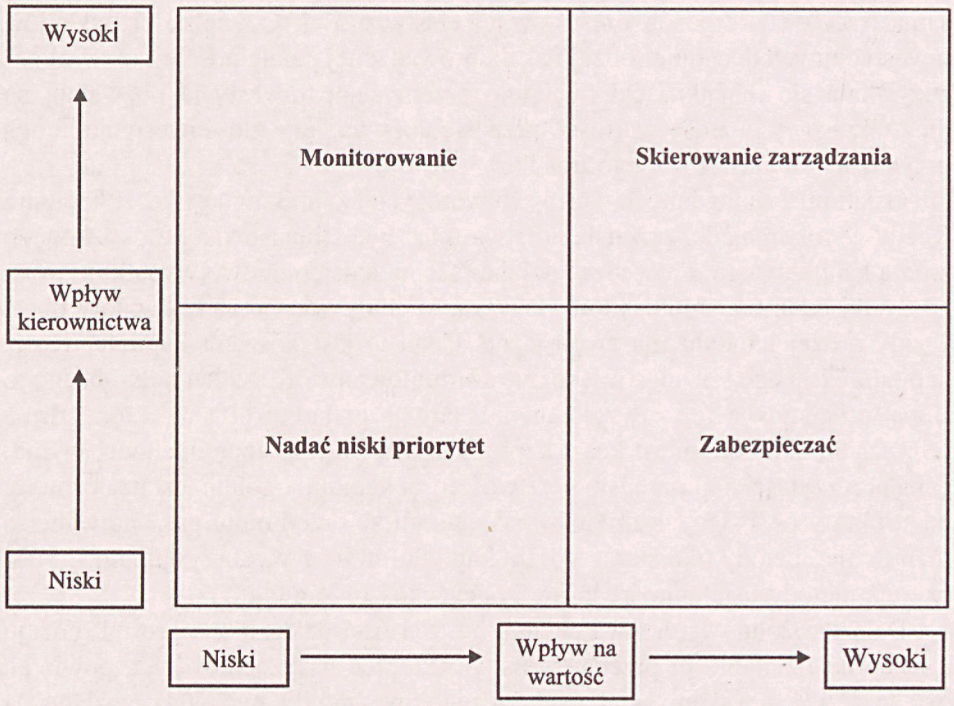
Istotnym elementem pozwalającym zrozumieć współzależność wartości i jej czynników, jest też analiza scenariuszy sytuacji, w jakich może się znaleźć przedsiębiorstwo. Opracowanie scenariuszy pozwala uwzględnić

[5] Ibidem, s. 14.

oddziaływanie grup czynników, nie rozpatrując każdego oddzielnie. Wzrost ceny może np. w znacznym stopniu powodować przyrost wartości, ale tylko wówczas, gdy nie spowoduje utraty części lub wszystkich odbiorców[6].

Ostatni etap w procesie identyfikacji czynników kształtujących wartość polega na określeniu czynników, pozostających pod kontrolą kadry zarządzającej. Będą to głównie czynniki, znajdujące się wewnątrz jednostki, na przykład koszty, na które kierownictwo może bezpośrednio wpływać.

Ostatecznym celem przeprowadzanej analizy kluczowych czynników wartości jest wyodrębnienie tych, które mają na nią znaczący wpływ i jednocześnie podlegają możliwie najpełniejszej kontroli. Tylko te wielkości mogą być wykorzystane przy tworzeniu skutecznej strategii działania, skierowanej na powiększanie wartości właścicieli. Rodzaje działań kierownictwa uzależnione od stopnia, w jakim określone czynniki wpływają na wartość i poddają się kontroli, obrazuje rysunek 2.



Rys. 2. Wpływ kierownictwa na czynniki kształtujące wartość

Źródło: A. Rappaport, op. cit., s. 191

---

[6] T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 101.

3. Pomiar wartości wewnętrznej

W tym punkcie omówione są pewne stosowane narzędzia wyceny, nie zaś procedury i zasady stosowania modeli wyceny. Dlatego poniżej zostaną przedstawione tylko główne ich założenia. Metody majątkowe i dochodowe są podstawowymi metodami wyceny przedsiębiorstwa. Metody z pierwszej grupy opierają się na koncepcji, że firma jest warta tyle, ile jest warty majątek, będący jej własnością. W metodzie tej korzysta się bądź to z informacji księgowej, określającej wartość składników, bądź też z cen ustalonych przez rynek dla poszczególnych składników majątku. Wśród metod majątkowych najczęściej stosowane są:

- Metoda wartości księgowej – opierająca się na sprawozdaniu finansowym, a ściślej mówiąc, na bilansie przedsiębiorstwa sporządzonym na dzień wyceny lub dzień poprzedzający wycenę (możliwie najmniej odległy w czasie od dnia wyceny). Wartość firmy ustalana jest przez zsumowanie składników aktywów, a następnie pomniejszenie sumy o wartość kapitałów obcych: zarówno zobowiązań bieżących, jak i długoterminowych. Uzyskaną wartość należy pomniejszyć o bierne rozliczenia międzyokresowe, przychody przyszłych okresów i rezerwy.
- Metoda zweryfikowanych aktywów netto – prowadząca do określenia wartości na podstawie cen sprzedaży składników majątku przedsiębiorstwa w przypadku jego likwidacji. Ceny sprzedaży majątku ustalone w związku z toczącą się likwidacją podlegają korekcie rynkowej przy wykorzystaniu współczynników i są najczęściej dużo niższe od obowiązujących cen rynkowych.
- Metoda wartości odtworzeniowej – istotą jest szacunek wartości na podstawie kosztów replikacji substancji majątkowej przedsiębiorstwa. Sprowadza się to do wyznaczenia równowartości identycznych lub zbliżonych aktywów trwałych i obrotowych, jakie ma jednostka.

Wadą tej grupy metod jest to, że nie uwzględniają one zdolności majątku do generowania wpływów pieniężnych w przyszłości oraz to, że często opierają się na informacji, która nie pozwala na określenie rzeczywistej wartości majątku.

Podejście dochodowe opiera się na koncepcji, mówiącej, że wartość przedsiębiorstwa bezpośrednio zależy od bieżącej wartości wszystkich dochodów, rozumianych jako roczne zyski lub też przepływy pieniężne, które wystąpią w przyszłości. Wycena metodą dochodową dzieli się na trzy etapy:

- wyznaczanie rocznych dochodów dla określonego okresu prognozy,
- ustalenie wartości rezydualnej,
- wyznaczenie bieżącej wartości firmy przy pewnej założonej stopie dyskontowej.

Praktyka wyceny w największych na świecie spółkach consultingowych, takich jak: McKinsey, Arthur Andersen, Deloitte & Touche, Ernst & Young czy KPMG potwierdza, że wielkością, która najlepiej nadaje się do szacowania wartości przedsiębiorstwa na podstawie omawianej metody są przepływy pieniężne[7].

Zaletą tej grupy metody jest uwzględnienie możliwości rozwojowych przedsiębiorstwa, a więc powiązanie rezultatu wyceny z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa w przyszłości. Wadą natomiast jest złożoność tej metody oraz znaczne ryzyko popełnienia błędów w trakcie prognozowania.

Oprócz przedstawionych metod wyceny stosowane są również inne metody, wspomniane już metody mieszane i porównań rynkowych.

Metody mieszane wykorzystują koncepcje zarówno metod dochodowych, jak i metod wyceny majątkowej. Wśród metod mieszanych można wskazać na proste podejście sprowadzające się do średnich określonych wcześniej wartości dochodowej i majątkowej oraz podejścia bardziej skomplikowane, sprowadzające się do szacowania wartości dodatkowej ponad wartość określoną w majątku firmy. Stosowanie metod mieszanych, łączących dwa różne podejścia do wyceny przedsiębiorstw, powoduje trudności w ekonomicznej interpretacji wyników. Innymi przykładami metod mieszanych są: metoda Schmalenbacha, metoda szwajcarska, niemiecka[8].

Ostatnią omawianą tu koncepcją jest metoda porównań rynkowych. Polega ona na porównaniu wycenianej spółki z wybranymi spółkami, których wartość rynkowa jest znana. Istotą tej metody jest założenie o równości stosunku wartości aktywa wycenianego do zmiennej wpływającej na wartość aktywa wycenianego i stosunku wartości aktywa porównywalnego do zmiennej wpływającej na wartość aktywa porównywalnego. Przyjęte założenie pozwala wyznaczyć współczynnik porównywalności. Wycena dokonywana jest przy użyciu ustalonych współczynników, takich jak na przykład wartość rynkowa do zysku, przez pomnożenie współczynnika i aktywa wycenianego.

---

[7] D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRR, Warszawa 1999, s. 111-112.
[8] Ibidem, s. 326-331.

4. Dobór miernika efektywności działań przedsiębiorstwa

Sprawność zarządzania wartością przedsiębiorstwa może być oceniona tylko przy wykorzystaniu właściwie skonstruowanego wskaźnika, na podstawie którego można stwierdzić, czy przyjęta strategia tworzenia wartości przynosi zamierzone efekty. Formuła wskaźnika powinna być sprecyzowana w taki sposób, aby obejmowała wszystkie czynniki wpływające na wartość jednostki i zachowywała zgodność oceny krótkoterminowych wyników z miernikami dla procesów długoterminowych. Istotne jest to, aby miernik uwzględniał długookresowe konsekwencje bieżących działań. Pozwala to uniknąć prognoz długoterminowych strumieni gotówki, które mogą być obciążone znacznym błędem szacunku.

W poprzedniej części opracowania stwierdzono, że formułą najlepiej nadającą się do oszacowania wartości firmy z punktu widzenia długookresowego zarządzania jest formuła dochodowa. Warto tutaj przypomnieć jej postać:

$$\mathrm{DCF} = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} + \mathrm{RV}, \tag{1}$$

gdzie:

DCF – wartość przedsiębiorstwa generującego przepływy pieniężne,
CF – przepływ pieniądza w okresie,
RV – wartość przedsiębiorstwa po okresie objętym prognozą,
k – koszt kapitału,
t – okres,
n – liczba okresów objętych prognozą.

$$\mathrm{RV} = \frac{CF_{t+1}}{k-g}, \tag{2}$$

gdzie:

g – oczekiwana stopa wzrostu przepływów pieniężnych w nieskończonym okresie.

Zarządzanie przez wartość może być prawidłowo realizowane tylko wtedy, gdy możliwa jest transformacja działań o charakterze długofalowym w zbiory działań operacyjnych. Konstrukcja wskaźnika musi umożliwiać taką transformację oraz pomiar efektów na takim poziomie uszczegółowienia, aby mogli

z niego korzystać kierownicy niższych szczebli. Formuła dochodowa nie spełnia tego postulatu. Nadaje się ona doskonale do oceny działań strategicznych przez kadrę zarządzającą najwyższego szczebla, gdyż identyfikuje wszystkie przepływy pieniądza generowane przez przedsiębiorstwo w przyszłości. Jednak nie pozwala określić, jaki jest przyrost wartości w danym okresie, gdyż nie bierze pod uwagę początkowych nakładów kapitału. Narzędziem pozwalającym na określenie przyrostu wartości przedsiębiorstwa jest zaktualizowana wartość netto[9] (NPV), mającą następującą postać:

$$\mathrm{NPV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k_t)^t} - \mathrm{KP}, \tag{3}$$

gdzie:

KP – kapitał początkowy ogółem (własny i obcy).

Powyższy miernik nie jest wygodny w analizie wyników firmy za dany rok. Obliczanie NPV ma sens wtedy, gdy oszacowane są strumienie pieniężne za cały okres funkcjonowania jednostki. Przyrost wartości obliczony na podstawie NPV nie powinien być stosowany do oceny wyników za jeden okres, chyba że nakłady kapitałowe dotyczą tylko tego jednego okresu. Wykorzystanie tego narzędzia do bieżącej oceny wyników przez porównywanie aktualnych i przewidywanych wolnych przepływów pieniężnych, które w znacznym stopniu zależą od inwestycji w majątek trwały i obrotowy, może prowadzić do błędnych decyzji menedżerskich. To narzędzie wymaga oszacowania wpływów i wydatków w całym okresie objętym rachunkiem. Szacunek ten wymaga oparcia się na wnikliwych badaniach, dotyczących charakteru realizowanych przez firmę przedsięwzięć rozwojowych oraz warunków jej przyszłego funkcjonowania. Wydłużanie okresu objętego rachunkiem sprawia, że prognoza staje się coraz trudniejsza ze względu na rosnącą niepewność i ryzyko co do przewidywanej pozycji firmy na rynku. Istotne znaczenie ma również stabilność gospodarki kraju. Wysoka zmienność gospodarki powoduje, że prognozy w długim okresie zostają obarczone dużym błędem.

Narzędziem, które pozbawione jest opisanych powyżej wad, jest ekonomiczna wartość dodana (EVA). W podstawowej postaci jest to dochód inwestora, rekompensujący ponoszone ryzyko. Teoretyczne podstawy EVA stanowi model

---

[9] M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa 1994, s. 210.

wartości firmy, rozwinięty przez laureatów Nagrody Nobla: Mertona H. Millera i Franco Modiglianiego[10]. Przełożenia modelu na inny model umożliwiający optymalne zarządzanie wartością przedsiębiorstwa dokonała amerykańska firma consultingowa Stern Stewart & Co. Koncepcja ta opiera się na założeniu, że na to, aby inwestor osiągnął wymagany zwrot, stopa dochodu musi w dostatecznym stopniu przewyższać stopę ryzyka. Oznacza to zatem, że jeżeli zysk operacyjny firmy równa się kosztom ponoszonego ryzyka, to faktyczny dochód inwestora wynosi zero. Generalna formuła EVA ma następującą postać:

$$EVA_t = NOPLAT_t - (k_t \cdot KP_t), \tag{4}$$

gdzie:

EVA_t – *Economic Value Added* – ekonomiczna wartość dodana – nadwyżka wartości generowana przez przedsiębiorstwo powyżej zainwestowanego kapitału początkowego,

NOPLAT – *Net Operating Profit Less Adjusted Taxes* – skorygowany zysk operacyjny netto minus skorygowane gotówkowe podatki,

KP_t – KP_{t-1} + inwestycje w majątek trwały i obrotowy w okresie $t-1$.

Bliższego wyjaśnienia wymagają składniki EVA. NOPLAT jest kategorią finansową wynikającą z uwarunkowań prawno-ekonomicznych w Stanach Zjednoczonych. Z tego też powodu wykorzystanie opisanej formuły na gruncie polskim jest utrudnione, ale znając cel, jakiemu służy omawiana koncepcja, można podjąć próbę zdefiniowania polskiego odpowiednika NOPLAT. Obliczenie NOPLAT należy rozpocząć od ustalenia EBIT (zysk operacyjny przed opodatkowaniem i potrąceniem odsetek). EBIT zawiera wszystkie kategorie zysku z działalności operacyjnej. W jego skład nie wchodzą przychody i koszty finansowe, strata lub zysk z zaprzestanej działalności operacyjnej, wyniki nadzwyczajne, tj. występujące poza obszarem zwykłej działalności jednostki (np. zdarzenia losowe) oraz dochód z inwestycji pozaoperacyjnych. Ustalenie NOPLAT wymaga skorygowania EBIT o podatek dochodowy. Jest to podatek, który nie uwzględnia wyników pozaoperacyjnych, tj. finansowych i nadzwyczajnych. Jest to podatek faktycznie zapłacony, a nie podatek naliczony. Różnica między podatkiem należnym, który musi być zapłacony do urzędu skarbowego, a podatkiem naliczonym od wartości EBIT, stanowi podatek odroczony. Podatek dochodowy odroczony, który wynika z różnic między przepisami ustawy o rachunkowości a przepisami podatkowymi, jest traktowany przez właścicieli jak kapitał zaoszczędzony w bieżącym okresie, i w związku z tym

---

[10] A. Ehrbar, *EVA-strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 109.

oczekują określonej stopy zwrotu z tego kapitału. Ze względu na różnice między Polską i Stanami Zjednoczonymi w przepisach dotyczących zasad prowadzenia ksiąg rachunkowych oraz sprawozdawczości finansowej, NOPLAT w polskim rachunku zysków i strat nie występuje. Występuje natomiast pozycja zysk na działalności operacyjnej. Pozycja ta obejmuje wszystkie koszty i przychody działalności podstawowej. Pomija wynik działalności finansowej, a także zdarzenia nadzwyczajne. Nie obejmuje również efektów zmiany struktury majątku trwałego. Zmiany takie występują poza bieżącą działalnością przedsiębiorstwa i z tego powodu nie powinny być elementem składowym zysku na działalności operacyjnej. Pomimo różnic w systemach rachunkowości, zysk na działalności operacyjnej interpretacyjnie jest tożsama z EBIT. Zatem ustalenie NOPLAT na gruncie polskim sprowadza się do określenia stopy podatkowej, liczonej od zysku na działalności operacyjnej, przy uwzględnieniu kosztów niestanowiących kosztu uzyskania przychodu oraz przychodów niepodlegających opodatkowaniu określonych polskimi przepisami podatkowymi.

Kapitał początkowy, KP_t, stanowi kapitał całkowity, jaki zainwestowano w działalność operacyjną przedsiębiorstwa. Jest to zatem suma kapitału własnego, pozycji quasi-kapitałowych, jak odroczonego podatku, rezerw, rozliczeń międzyokresowych kosztów, przychodów przyszłych okresów, zaciągniętych zobowiązań itp. W literaturze przedmiotu można spotkać kalkulacje kapitału początkowego nieuwzględniające zobowiązań krótkoterminowych, gdyż traktowane są jako źródło darmowego finansowania działalności. Jest to jednak pewne uproszczenie i w ramach tego artykułu definicja kapitału początkowego obejmuje całkowity zainwestowany kapitał. W kolejnych następujących po sobie okresach sprawozdawczych, kapitał zainwestowany jest równy sumie kapitału na początek roku oraz inwestycji w majątek trwały i obrotowy dokonanych w ciągu roku.

EVA w przeciwieństwie do NPV jest wskaźnikiem dynamicznym, podlegającym z roku na rok zmianom w zależności od osiągniętych przepływów pieniężnych w roku obrotowym. Można więc jej użyć jako narzędzia do bieżącego motywacyjnego wynagradzania za pracę z okresu na okres.

Konstrukcja EVA pozwala na taki poziom uszczegółowienia, że możliwe staje się zarządzanie działaniami kształtującymi wartość przedsiębiorstwa na szczeblu operacyjnym. Można ponadto wykazać, że NPV i zdyskontowana EVA, tj.:

$$\mathrm{DEVA} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\mathrm{EVA}}{(1+k_t)^t}, \tag{5}$$

gdzie:

DEVA – suma zdyskontowanych, wygenerowanych przez przedsiębiorstwo nadwyżek wartości nad zainwestowany kapitał początkowy,

dają identyczne wyceny przedsiębiorstw oraz projektów inwestycyjnych.

Rozważmy następujący przykład. Kapitał zainwestowany w spółkę akcyjną wynosi 1 mln złotych, spółka osiąga zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPLAT) na poziomie 5% kapitału, tj. 50 000 zł. Jeżeli średnioważony koszt kapitału wynosi 10%, to wartość bieżąca osiąganych zysków operacyjnych jest równa 500 000 zł. Obliczając NPV, odejmujemy początkowe nakłady kapitałowe, otrzymując wynik – 500 000 zł. Zastosowanie EVA do oceny funkcjonowania spółki przyniesie identyczne rezultaty. Odejmując koszt kapitału w wysokości 100 000 zł (10% 1 mln zł) od NOPLAT otrzymujemy – 50 000 zł. Obliczając wartość bieżącą tej kwoty, otrzymujemy – 500 000 zł, a zatem identycznej wielkości jaką obliczyliśmy, wykorzystując miernik NPV. Opierając się na tym rozumowaniu, można wykazać, że EVA nadaje się także do oszacowania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa i prowadzi do takich samych wyników, jakie otrzymamy, stosując metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF). Skoro zatem:

$$NPV = DCF - KP \quad \text{oraz} \quad DEVA = NPV,$$

to

$$DEVA = DCF - KP,$$

a więc

$$DCF = DEVA + KP.$$

Opisaną zależność obrazuje następujący przykład. Spółka X prowadząc działalność gospodarczą, przewiduje, że osiągnie wyniki przedstawione w tabeli 1. Okres prognozy obejmuje 5 lat. Osiągnięty w każdym roku NOPLAT oraz występujące w tym roku przepływy gotówkowe przedstawiają kolumny od 1 do 5. Po okresie pięciu lat prognozy przyjmuje się, że zarówno NOPLAT, jak i przepływy utrzymają się na niezmiennym poziom określonym w kolumnie 6+. Po okresie prognozy nie występują inwestycje w majątek trwały ani obrotowy. Zatem przepływy pieniężne równają się NOPLAT. NOPLAT jest skorygowany o dokonane inwestycje w majątku obrotowym i majątku trwałym. Koszt kapitału przyjęto na poziomie 15%. Kapitał początkowy zainwestowany w pierwszym roku wynosi 1000 zł. Kapitał początkowy w roku t obliczany jest jako suma kapitału zainwestowanego w roku $t-1$ oraz poniesione na majątek trwały i obrotowy w roku $t-1$ nakłady inwestycyjne. Wiersze: Zaktualizowane przepływy pieniężne, Zaktualizowana EVA oraz Zaktualizowana renta, obejmują odpowiednie wielkości zdyskontowane. Na przecięciu kolumny 6+ i wiersza: Renta wieczysta – przepływy, zawarta jest wartość rezydualna

Tabela 1. Wycena Spółki X metodą DCF i EVA

Rok	1	2	3	4	5	Wartość skumulowana	6+
Sprzedaż	100	130	160	190	220	800	250
Koszty operacyjne	70	90	110	130	150	550	170
Zysk operacyjny	30	40	50	60	70	250	80
Podatki gotówkowe	9	12	15	18	21	75	24
NOPLAT	21	28	35	42	49	175	56
Inwestycje w majątek trwały	4,2	5,6	7	8,4	9,8	35	0
Inwestycje w majątek obrotowy	2,1	2,8	3,5	4,2	4,9	17,5	0
Przepływ gotówki	14,7	19,6	24,5	29,4	34,3	122,5	56
Zaktualizowane przepływy pieniężne	12,78261	14,82042	16,10915	16,80955	17,05316	**77,57488**	
Renta wieczysta – przepływy							373,3333
Zaktualizowana renta – przepływy							**185,6126**
Kapitał początkowy	**1000**	1006,3	1014,7	1025,2	1037,8	5084	1052,5
EVA	−129	−122,945	−117,205	−111,78	−106,67	−587,6	−101,875
Zaktualizowana EVA	−112,174	−92,9641	−77,0642	−63,9106	−53,0338	**−399,147**	−44,0434
Renta wieczysta – EVA							−679,167
Zaktualizowana renta – EVA							**−337,666**

Zaktualizowana renta (przepływy pieniężne) + DCF	**263,1875**	=	**Wartość DCF**
Zaktualizowana renta (EVA) + zakt.EVA + kapitał początkowy	**263,1875**	=	**Wartość EVA + kapitał początkowy**
Koszt kapitału	15%		

Źrodło: Opracowanie własne.

przepływów pieniężnych generowanych po okresie prognozy. W tej samej kolumnie, poniżej podana jest zdyskontowana wartość rezydualna przepływów pieniężnych. W ten sam sposób obliczona jest wartość rezydualna EVA oraz jej wartość bieżąca. Suma wytłuszczonych kwot w tabeli 1: Zaktualizowanych przepływów oraz Zaktualizowanej renty wieczystej stanowi wartość firmy oszacowaną metodą DCF. Natomiast suma wytłuszczonych kwot EVA, tj.: Kapitał początkowy, Zaktualizowana EVA, Zaktualizowana wartość rezydualna EVA (renta), stanowi wartość przedsiębiorstwa oszacowaną przy wykorzystaniu wskaźnika EVA. Obie sumy są jednakowe, co pozwala stwierdzić, że obie metody wyceny są równoważne.

Przedstawiony przykład jest uproszczeniem. W rzeczywistości mogą wystąpić niewielkie różnice w oszacowaniu wartości firmy obiema metodami. Wynika to z faktu, iż przepływy pieniężne mogą być obliczone różnymi metodami, także uproszczonymi, na przykład NOPLAT może podlegać pewnym korektom w zależności od specyfiki przedsiębiorstwa. Jednak nie będą to różnice na tyle duże, aby prowadziły do podejmowania różnych decyzji przez kadrę menedżerską.

5. Dochodowa wartość wewnętrzna przedsiębiorstwa a jego wartość rynkowa

Najważniejszym dla właścicieli celem zarządzania spółką jest maksymalizacja jej wartości rynkowej. Wartość rynkowa jest kształtowana przez rynek, a więc przez nabywcę i sprzedawcę w procesie transakcji kupna-sprzedaży. Jest to cena, za którą przy określonych warunkach społecznych, prawnych i gospodarczych inwestor jest skłonny nabyć przedsiębiorstwo, stając się jego właścicielem. Osoba będąca właścicielem przedsiębiorstwa oczekuje, że pomnoży zainwestowane pieniądze, oczekuje więc przyrostu jego wartości rynkowej. Jest to zatem główny cel, któremu powinien sprostać zarząd firmy. Kadra zarządzająca nie ma możliwości bezpośredniego kształtowania wartości rynkowej, gdyż jest to kategoria zewnętrzna wobec przedsiębiorstwa. Zarząd, chcąc realizować wytyczone przez właściciela cele, musi opierać się na formułach, pozwalających oszacować wartość przedsiębiorstwa i określić jej determinanty. Za pomocą różnych metod można określić wartość wewnętrzną, która nie zawsze jest równa wartości rynkowej, a w krótkim okresie najczęściej różna. Zanim przejdziemy do związków między obiema wielkościami, konieczne jest ustalenie źródeł wartości rynkowej dla właściciela. Właściciel, który zainwestował swój kapitał i nabył przedsiębiorstwo, oczekuje określonego zwrotu.

Jeżeli cena rynkowa przedsiębiorstwa wzrasta, to wartość nabytego prawa własności również wzrasta. Ten wzrost wartości nazwiemy dochodem kapitałowym. Ponadto na koniec każdego okresu obrotowego właściciel przedsiębiorstwa, jeżeli firma wypracuje zysk, otrzymuje dywidendę. Dochód kapitałowy oraz dywidenda stanowią dochód inwestora. Natomiast stopa dochodu inwestora określona jest ilorazem dochodu ogółem oraz początkowej ceny przedsiębiorstwa. Można ją wyrazić następująco[11]:

$$r_t = \frac{D_t + P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}, \tag{6}$$

gdzie:

r – oczekiwana stopa zwrotu inwestora,
P – cena przedsiębiorstwa (wartość rynkowa),
D – wypłacana dywidenda.

Przy założeniu, że cena spółki X na giełdzie papierów wartościowych w przeliczeniu na jedną akcję wynosi 200 zł, a właściciele oczekują, że w następnym roku cena ta wzrośnie do 230 zł za akcję, oraz wypłacona zostanie dywidenda w wysokości 10 zł na akcję, oczekiwana stopa zwrotu wyniesie 20%.

Wzór (6) pozwala ustalić wartość rynkową przedsiębiorstwa. Po przekształceniu i wyznaczeniu P_{t-1} ma on następującą postać:

$$P_{t-1} = \frac{D_t + P_t}{1 + r_t}. \tag{7}$$

Wzór ten wyznacza wielkości determinujące w przyszłości dzisiejszą cenę rynkową przedsiębiorstwa. To samo rozumowanie można zastosować dla wyznaczenia ceny z następnego roku P_t:

$$P_t = \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{1 + r_{t+1}}. \tag{8}$$

Zatem:

$$P_{t-1} = \frac{D_t}{1 + r_t} + \frac{D_{t+1} + P_{t+1}}{(1 + r_t)(1 + r_{t+1})}. \tag{9}$$

---

[11] K. Jajuga, T. Jajuga, *Jak inwestować w papiery wartościowe*, WN PWN, Warszawa 1993, s. 83.

Całą procedurę możemy powtórzyć dla dowolnie długiego okresu:

$$P_{t-1}=\frac{D_t}{1+r_t}+\frac{D_{t+1}}{(1+r_t)(1+r_{t+1})}+\ldots+\frac{D_{t+n}+P_{t+n}}{(1+r_t)\ldots(1+r_{t+n})}=$$

$$=\sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{\prod_{t=1}^{n}(1+r_t)}+\frac{P_n}{\prod_{t=1}^{n}(1+r_t)}. \tag{10}$$

Przyjmując, że n dąży do nieskończoności, otrzymujemy:

$$P_{t-1}=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{\prod_{t=1}^{\infty}(1+r_t)^t}, \tag{11}$$

a jeżeli stopa zwrotu jest stała, $r_t=r$, to:

$$P_{t-1}=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+r)^t}. \tag{12}$$

Wzór ten jest tożsamy z równaniem wyceny przedsiębiorstwa opartym na DCF. W nieskończenie długim okresie wartość rynkowa oraz wartość wewnętrzna firmy ustalona przy wykorzystaniu metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) są przy odpowiednich stopach dyskontowych sobie równe. Z przedstawionych rozważań wynika jeszcze jedna istotna rzecz. Metoda DCF pozwala na wyznaczenie rzeczywistej wartości rynkowej przedsiębiorstwa tylko wówczas, gdy dostępna jest pełna informacja o wszystkich przyszłych przepływach pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo oraz ryzyku, jakie niesie ze sobą jego działalność. W praktyce rezultat, jaki daje wycena metodą DCF, różni się od ustalanej przez rynek wartości rynkowej. Jest to tzw. luka wartości[12]. Jest ona tym większa, im krótszy okres jest brany pod uwagę. Można zatem stwierdzić, że luka wartości wynika z różnicy między zasobem informacji, jakim dysponuje jednostka szacująca wartość wewnętrzną a informacją posiadaną przez rynek jako całość. Jeżeli zatem oszacowana dla celów zarządczych wartość wewnętrzna jest niższa niż wartość rynkowa, to należy przypuszczać, że kierownictwo nie dostrzega istniejących w otoczeniu zewnętrznym zagrożeń dla firmy, co do których powinno podjąć pewne decyzje. Jeżeli

[12] A. Rappaport, op. cit., s. 186.

wartość wewnętrzna przekracza wartość rynkową, to można przypuszczać, że przedsiębiorstwo stoi w obliczu rynkowych okazji do tworzenia wartości[13].

Podsumowując, należy stwierdzić, że tylko w hipotetycznym przypadku, kiedy mamy pełną informację o przedsiębiorstwie w nieskończenie długim okresie, istnieje możliwość określenia faktycznej wartości rynkowej przy wykorzystaniu DCF. W rzeczywistości wartość wewnętrzna firmy „podąża" za wartością rynkową i w zależności od jakościowego charakteru luki informacyjnej mniej lub bardziej się do niej zbliża.

6. Możliwości sterowania wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu dochodowej metody wyceny

U podstaw zarządzania przez wartość leży przekonanie, że maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest w długim okresie podstawowym celem właścicieli. Inwestorzy podejmujący racjonalne decyzje, lokują kapitał w taki sposób, aby przynosił im jak największe dochody przy z góry narzuconych ograniczeniach. Angażując swoje pieniądze, oczekują, że ich wartość zostanie pomnożona w wyniku decyzji podjętych przez kierownictwo jednostki.

O procesie zarządzania można mówić wówczas, gdy określony jest przedmiot zarządzania, a decydenci mają możliwość kształtowania tego przedmiotu, wykorzystując dostępne zasoby. Zmiany wykorzystania zasobów są mierzalne, dzięki czemu możliwe jest oszacowanie efektywności procesu zarządzania, i w razie potrzeby, dokonanie odpowiednich korekt. Zarządzając wartością przedsiębiorstwa, słuszne wydaje się przyjęcie za miernik zarządzania, zdefiniowanej już poprzednio, wartości wewnętrznej. Wartość rynkowa jest wielkością, na podstawie której nie można określić w pełni skuteczności bieżących decyzji.

Wielkością, która spełnia wszystkie warunki narzucone przez proces zarządzania, jest wartość wewnętrzna. Wadą wartości wewnętrznej jest to, iż w krótkim okresie może wykazywać znaczne różnice w stosunku do wartości rynkowej, wynikające z asymetrii informacyjnej pomiędzy rynkiem a zarządem przedsiębiorstwa. Im luka informacyjna jest większa, tym różnice pomiędzy obiema wielkościami są większe. Jednak w długim okresie wartość rynkowa i wartość wewnętrzna ustalona metodą dochodową są sobie równe.

---

[13] Ibidem, s. 186.

Bardzo istotnym elementem procesu kreowania wartości przedsiębiorstwa staje się wybór narzędzia pozwalającego na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa. Kadra menedżerska ma do dyspozycji opisane wcześniej modele wyceny. Jednak ze względu na cel, jakim jest zarządzanie przedsiębiorstwem w kierunku wzrostu jego długookresowej wartości rynkowej, wybór powinien paść na dochodowe metody wyceny, gdyż w bardzo długim okresie wartość rynkowa oraz określona metodą dochodową są równe. Ponadto w obu podejściach główny nacisk jest położony na tak istotne dla inwestora elementy, jak:

- generowane w przyszłości przepływy pieniężne,
- nakłady kapitałowe niezbędne dla realizacji przepływów pieniężnych,
- ryzyko związane z danym przedsiębiorstwem,
- czynnik czasu odzwierciedlony w zdyskontowanych przepływach pieniężnych.

Modele dochodowe spotykają się z krytyką[14]. Główne zarzuty dotyczą założeń oraz arbitralności stóp dyskontowych, których nadmierna wysokość prowadzi do zaniżenia wartości przedsiębiorstw, charakteryzujących się dużym ryzykiem oraz długim cyklem życia. Należy jednak stwierdzić, że stopa dyskontowa nie jest ustalana dowolnie. Jej oszacowanie uzależnione jest od ryzyka, jakie niesie ze sobą funkcjonowanie przedsiębiorstwa w danym otoczeniu, a także od przeszłych doświadczeń. Elementy te pozwalają na zobiektywizowanie wyboru czynnika dyskontowego.

Krytyka założeń obejmuje przede wszystkim:

- pomnażanie bogactwa właścicieli jest tylko jednym z wielu celów działania jednostki,
- zwykłe wyliczenie wartości bieżącej pomija istotny dla procesu zarządzania problem umiejscowienia w czasie przepływów pieniężnych,
- wartość jednostki wzrasta wraz ze wzrostem potencjału przetrwania,
- zasoby strategiczne nie są nieograniczone.

Oczywiście z wymienionymi zarzutami trudno się nie zgodzić. Warto jednak zaznaczyć, że pomimo wielu celów działania przedsiębiorstwa pomnażanie wartości dla akcjonariuszy jest celem najważniejszym, w przeciwnym bowiem razie właściciele nie będą zainteresowani kontynuowaniem działalności, która nie przynosi im zamierzonych efektów. Ponadto działania zmierzające do powiększenia wartości przedsiębiorstwa, powodują wzrost potencjału przetrwania jednostki.

Bardzo istotnym elementem przemawiającym za stosowaniem modeli dochodowych w zarządzaniu strategicznym jest potwierdzenie ich szerokiego stosowania w praktyce gospodarczej. Większość instytucji finansowych, takich

---

[14] Por. D. Zarzecki, op. cit., s. 79-85.

jak banki, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne i inwestycyjne stosuje dla potrzeb wyceny właśnie modele dochodowe.

W literaturze przedmiotu można spotkać metody dochodowe oparte na zdyskontowanym zysku netto. Metody te nie pozwalają jednak tak precyzyjnie określić wartości przedsiębiorstwa jak można to zrobić przy wykorzystaniu przepływów pieniężnych. Zysk netto, ze względu na zasadę memoriału stosowaną w rachunkowości, jest wielkością wynikającą z przypisanych do danego okresu kosztów i przychodów, niezależnie od tego, czy pociągały one za sobą faktyczny przepływ pieniądza czy też nie. Zysk netto nie pozwala jednoznacznie stwierdzić, czy w danym okresie wartość przedsiębiorstwa wzrosła czy też nie. Ilustruje to następujący przykład:

Tabela 2. Osiągane przez Spółkę X zyski netto w kolejnych latach

Spółka X	Lata					
	1	2	3	4	5	Razem
Sprzedaż	1000	1100	1200	1300	1400	6000
Koszty	−500	−550	−600	−650	−700	−3000
Amortyzacja	−200	−200	200	−200	−200	−1000
Zysk netto	300	350	400	450	500	2000

Tabela 3. Osiągane przez Spółkę Y zyski netto w kolejnych latach

Spółka Y	Lata					
	1	2	3	4	5	Razem
Sprzedaż	1000	1100	1200	1300	1400	6000
Koszty	−500	−550	−600	−650	−700	−3000
Amortyzacja	−200	−200	200	−200	−200	−1000
Zysk netto	300	350	400	450	500	2000

Tabele 4 i 5 przedstawiają spółki X i Y osiągające identyczne wyniki finansowe netto, ale generujące znacznie różniące się od siebie przepływy pieniężne. Przykład potwierdza omówiony wcześniej fakt, że księgowy zysk netto nie jest właściwą kategorią, która mogłaby służyć do szacowania wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa w świetle przyjętego założenia, że dla właściciela istotne są dostępne zasoby gotówkowe.

Tabela 4. Osiągane przez Spółkę X przepływy pieniężne w kolejnych latach

Spółka X	Lata					
	1	2	3	4	5	Razem
Zysk netto	300	350	400	450	500	2000
Amortyzacja	200	200	200	200	200	1000
Inwestycje w majątku trwałym i obrotowym	−900	−900	900	−600	−600	−3900
Przepływ gotówki	−400	−350	−300	50	100	−900

Tabela 5. Osiągane przez Spółkę Y przepływy pieniężne w kolejnych latach

Spółka Y	Lata					
	1	2	3	4	5	Razem
Zysk netto	300	350	400	450	500	2000
Amortyzacja	200	200	200	200	200	1000
Inwestycje w majątku trwałym i obrotowym	−300	−300	−300	−300	−300	−1500
Przepływ gotówki	200	250	300	350	400	1500

Zakończenie

Sprawne i efektywne zarządzanie przedsiębiorstwem wymaga od funkcjonującego systemu rachunkowości, bieżącej i pełnej informacji o jednostce. Ponadto informacja ta musi być przygotowana w ramach pakietu wskaźników, które z kolei są elementem systemu rachunkowości zarządczej. Dzięki takiej bazie informacyjnej wewnętrzne źródła generowania wartości przedsiębiorstwa mają szansę stać się kluczową wielkością, na kształtowanie której ukierunkowane będą długookresowe strategie. Interesującą propozycją w tym zakresie jest wskaźnik EVA, szeroko omawiany w literaturze przedmiotu. Jest to wielkość, która agreguje istotne informacje, niezbędne do zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Łączy w sobie zalety modelu NPV z możliwością wykorzystania danych bieżąco generowanych przez system rachunkowości finansowej, bez

konieczności prognozowania przyszłych wyników przedsiębiorstwa. W długim okresie wartość wewnętrzna skalkulowana według EVA wykazuje pewne powiązania z wartością rynkową.

EVA zawiera wszystkie niezbędne cechy, aby stać się punktem wyjścia do konstrukcji bazy informacji, zapewniającej sprawne zarządzanie przez wartość. Jest to zatem ciekawa choć nie jedyna propozycja w tym zakresie. W literaturze prezentowane są również inne mierniki, takie jak SVA, CVA czy CFROI stworzone po to, by realizować podobne cele[15].

Na zakończenie warto wskazać na jeden z możliwych kierunków kształtowania systemu informacji dla potrzeb zarządzania poprzez wartość. Autor opracowania zwraca uwagę na istniejące zapotrzebowanie ze strony dużych spółek kapitałowych na rozbudowane sprawozdania ze zmian w wartości przedsiębiorstwa. Bazą wyjściową przy konstrukcji takiego sprawozdania może być EVA i to, od czego zależy. Ponadto sprawozdanie to powinno być powiązane z systemem rachunkowości, aby bieżąco i w syntetycznej formie dostarczać poszerzonych danych istotnych dla zarządzania przez wartość. Budowa wspomnianego sprawozdania powinna zostać poprzedzona bardzo wnikliwą analizą procesu kierowania wartością i czynników, jakie ją kształtują.

Literatura

Black A., Wright P., Bachman J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, ABC, Warszawa 2000

Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Warszawa 1999

Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1997

Ehrbar A., *EVA-strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000

Jajuga K., Jajuga T., *Jak inwestować w papiery wartościowe*, WN PWN, Warszawa 1993

Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, WN PWN, Warszawa 1994

Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997

Porter M. E., *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, PWE, Warszawa 1994

---

[15] A. Black, P. Wright, J. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, ABC, Warszawa 2000, s. 61-75.

Senior N. W., An outline of the science of political economy, London 1836
Jevons W. S., *The theory of political economy*, London 1871
Herman A., Szablewski A., *Zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa 1999
Nahotko S., *Współczesne metody zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Tnoik, Bydgoszcz 1998
Brealey R., Myers S., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, WN PWN, Warszawa 1999
Cornell B., *Wycena spółek*, Liber, Warszawa 1999
Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996
Szablewski A., *Strategie wzrostu wartości firmy*, Poltext, Warszawa 2000