

ANDRZEJ JAKI

POMIAR I OCENA EFEKTYWNOŚCI KREOWANIA WARTOŚCI W PRZEDSIĘBIORSTWIE

Słowa kluczowe: efektywność przedsiębiorstwa, efektywność kreowania wartości, wartość przedsiębiorstwa

Keywords: enterprise effectiveness, effectiveness of value creation, enterprise value

Klasyfikacja JEL: G32

Wprowadzenie

Efektywność jest jedną z najważniejszych kategorii ekonomicznych, stanowiąc przejaw racjonalności gospodarowania. W tym kontekście zarówno ekonomia, jak i nauki o zarządzaniu wypracowały dla własnych potrzeb odrębne, choć wzajemnie dopełniające się sposoby spojrzenia na istotę oraz merytoryczny sens kategorii efektywności.

Teoria ekonomii, a w szczególności ekonomia dobrobytu, utożsamia pojęcie efektywności z tzw. efektywnością Pareto, która odnosi się do poszukiwania dróg wzrostu efektywności gospodarki oraz dążeniem w tym celu do optymalnych rozwiązań w zakresie alokacji zasobów gospodarczych¹. Aplikacyjny charakter nauk o zarządzaniu sprawia, że efektywność wpisuje się zatem tutaj w proces dokonywania optymalnych wyborów służących realizacji celów organizacji oraz doboru właściwych środków i metod ich realizacji. Należy ona bowiem także do właściwości, które przesądzają o istocie przedsiębiorstwa jako organizacji gospodarczej, determinując jego funkcjonowanie i rozwój².

Złożoność kategorii celu przedsiębiorstwa oraz wynikające z tego różnorodne kryteria oceny jego efektywności sprawiają, że zagadnienie pomiaru i oceny efektywności ma charakter wieloaspektowy i niejednoznaczny. Masowe potrzeby praktyki gospodarczej, związane z jednej strony ze zróżnicowanymi zakresami oceny efektywności przedsiębior-

¹ Zob. N. Acocella: *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 37–69 oraz J.E. Stiglitz: *Ekonomia sektora publicznego*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 69–87.

² G. Osbert-Pociecha: *Relacja między efektywnością a elastycznością organizacji*, [w:] *Efektywność – rozważania na istotę i pomiar*, red. T. Dudycz, Ł. Tomaszewicz, „Prace Naukowe AE we Wrocławiu” 2007, nr 1183, s. 338.

stwa, z drugiej zaś z różnymi podmiotami prowadzącymi tę ocenę z perspektywy własnych interesów i oczekiwań sprawiają, że pomiar i ocena efektywności przedsiębiorstwa wymagają równoczesnego zastosowania zróżnicowanych kryteriów oraz mierników. Patrząc z historycznego punktu widzenia należy bowiem stwierdzić, że na przestrzeni lat system oceny efektywności przedsiębiorstwa podlegał nieustannej ewolucji, która uwzględniała również zmiany w zakresie paradygmatu pomiaru wartości oraz rodzaju i zakresu informacji wykorzystywanych w toku tej oceny. Ewolucja ta stanowiła rezultat rozwoju strategicznych celów przedsiębiorstwa, powstania nowego prowartościowego paradygmatu w naukach o zarządzaniu oraz implikowanej nim koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Rezultatem tego jest ograniczenie roli i znaczenia narzędzi oraz mierników oceny efektywności opartych na wielkościach księgowych i finansowych, na rzecz narzędzi oraz mierników opartych na wielkościach rynkowych, odzwierciedlających bezpośrednio procesy kreowania wartości w przedsiębiorstwie.

W kontekście tego, jako kluczowe wyznaczniki ewolucji zakresu, kryteriów i narzędzi pomiaru efektywności przedsiębiorstwa należy uznać³:

- powstanie i rozwój księgowych, finansowych i rynkowych mierników efektywności,
- powstanie modeli analizy przyczynowej, integrujących mierniki odzwierciedlające zróżnicowane zakresy pomiaru efektywności przedsiębiorstwa,
- stworzenie koncepcji przepływów pieniężnych, jako podstawy dla prowadzenia oceny jego bieżącej sytuacji finansowej, jak również tworzenia i doskonalenia metod służących ocenie efektywności inwestycji oraz wycenie przedsiębiorstw,
- wyodrębnienie wskaźników rynku kapitałowego i opartej na ich wykorzystaniu analizy rynkowej wartości akcji i kapitału, jako obszaru analizy wskaźnikowej przedsiębiorstwa,
- powstanie narzędzi, służących ocenie efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie w tym celu zróżnicowanych mierników wartości kreowanej.

Zaprezentowana ewolucja doprowadziła do powstania nowych narzędzi analitycznych i zarządczych, służących zarówno rozszerzeniu możliwości i zakresu oceny efektywności przedsiębiorstwa, jak i zwiększeniu skuteczności realizacji poszczególnych funkcji zarządzania. Wartość rynkowa przedsiębiorstwa stała się w związku z tym istotnym parametrem analizy finansowej w obrębie wskaźników rynku kapitałowego, a następnie wchodząc w skład analizy wartości przedsiębiorstwa. Tym samym, pojawiły się nowe warunki dla wzrostu efektywności realizacji celów przedsiębiorstwa – w tym podstawowego finansowego celu, jakim jest maksymalizacja jego wartości rynkowej – oraz prowadzenia analizy

³ Istotę kategorii efektywności oraz narzędzi jej oceny prezentuje autor szerzej w pracy: *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe UEK – Seria specjalna: Monografie, nr 215, Wydawnictwo UEK, Kraków 2012, s. 123 i n.

i oceny jego wartości. Stąd, podstawowym celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie narzędzi pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie, których powstanie oraz rozwój wykorzystania determinowane są przez szeroki wachlarz uwarunkowań prowadzenia pomiaru i oceny efektywności przedsiębiorstwa.

Bezwzględny i względny pomiar efektywności kreowania wartości

Pomiar oraz ocena efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie wymagają wykorzystania w tym celu zróżnicowanych mierników efektywności, pozwalających kwantyfikować efektywność procesu pomnażania wartości przedsiębiorstwa. Poszczególne mierniki efektywności mogą występować w postaci mierników bezwzględnych (absolutnych), czyli tzw. mierników wartości oraz w postaci tzw. mierników względnych (relatywnych), czyli tzw. mierników zwrotu. Pierwsze z nich umożliwiają pomiar wielkości wartości, jaką wytworzyło przedsiębiorstwo w pojedynczym okresie lub w ciągu kolejnych okresów⁴. Drugie zaś służą do pomiaru efektywności przedsiębiorstwa nie tylko przez pryzmat wytworzonych wartości, ale także przez ich odniesienie do wartości kapitału zaangażowanego dla uzyskania określonych efektów bezwzględnych.

Podstawę rynkowego pomiaru efektywności przedsiębiorstwa stanowi wykorzystanie bezwzględnych mierników efektywności, czyli tzw. mierników wartości kreowanej, których charakterystykę zawiera tabela 1.

Tabela 1

Bezwzględny pomiar efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie

Lp.	Symbol miernika	Formuła obliczania	Oznaczenia
1	2	3	4
1.	EVA	$K \cdot (ROI - WACC) = NOPAT - K \cdot WACC$	<ul style="list-style-type: none"> - EVA – ekonomiczna wartość dodana - K – kapitał ogółem - ROI – wskaźnik rentowności kapitału - WACC – średnioważony koszt kapitału - NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu
2.	EVC	$E \cdot (ROE - k_E) = NP - E \cdot k_E$	<ul style="list-style-type: none"> - EVC – szacunkowa wartość kreowana - E – kapitał własny - ROE – wskaźnik rentowności kapitału własnego - k_E – koszt kapitału własnego - NP – zysk netto

⁴ T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 35–36.

1	2	3	4
3.	MVA	$V(K) - K = V(E) - E$	<ul style="list-style-type: none"> – MVA – rynkowa wartość dodana – V(K) – wartość rynkowa kapitału – V(E) – wartość rynkowa kapitału własnego – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4.	SVA	$\Delta V(E) + DIV - I$	<ul style="list-style-type: none"> – SVA – wartość dodana dla akcjonariuszy – $\Delta V(E)$ – przyrost wartości rynkowej kapitału własnego – DIV – dywidendy wypłacone w trakcie roku – I – inwestycje netto akcjonariuszy w kapitał własny (emisja akcji – umorzenie akcji + zamiana długu na akcje)

Źródło: opracowanie własne.

W odniesieniu do zaprezentowanych w tabeli 1 bezwzględnych mierników rynkowych, należy w pierwszej kolejności zwrócić uwagę na fakt, że podstawową przesłanką dla ich powstania i rozwoju stała się potrzeba poszukiwania narzędzi pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa uwzględniających koszty pozyskiwania zarówno kapitału obcego, jak i kapitału własnego oraz postrzeganie wartości przedsiębiorstwa przez rynek kapitałowy. Tym samym, biorąc pod uwagę potrzebę wykorzystania przytoczonych mierników efektywności dla celów pomiaru oraz oceny efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie, należy stwierdzić, że miernikami najlepiej odzwierciedlającymi w swojej treści założony cel są właśnie mierniki rynkowe. Mierniki te nie tylko integrują w swojej treści wybrane mierniki księgowy i finansowy, ale również pozwalają na wyeliminowanie licznych wad, które przypisuje się przede wszystkim miernikom o charakterze księgowym⁵. Pozwalają one zmierzyć i ocenić proces kreowania wartości w sposób kompleksowy, uwzględniający m. in. koszty pozyskiwania wszystkich składników kapitału – w tym koszt kapitału własnego, pomijany w miernikach księgowych. Tylko bowiem wówczas, gdy stopa zwrotu (rentowność) z zainwestowanego kapitału, a nie tylko pozornym kreowaniu nowych wartości. W tym kontekście kluczowego znaczenia nabiera miernik ekonomicznej wartości dodanej (EVA), określanej także mianem zysku ekonomicznego, jako nadwyżki uwzględniającej koszt całego kapitału przedsiębiorstwa. Prekursor i pierwszy propagator ekonomicznej wartości dodanej – G.B. Steward – prezentując jej istotę i analizując w tym celu formuły rachunkowe służące jej obliczaniu, wskazuje na trzy następujące podstawowe strategie wzrostu EVA, a zarazem drogi prowadzące do zwiększania efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa⁶:

⁵ Wady te szeroko wymienia i komentuje T. Dudycz w pracy: *Zarządzanie wartością...*, s. 152–155.

⁶ G.B. Steward, III: *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper Business, New York 1991, s. 137–140.

- strategia zwiększania zysku operacyjnego przedsiębiorstwa przy niezmięnionej wartości zainwestowanego kapitału,
- strategia inwestowania dodatkowego kapitału w przedsięwzięcia, dla których stopa zwrotu przewyższa koszt pozyskania tego kapitału,
- strategia racjonalizacji wartości zainwestowanego kapitału, prowadząca do wzrostu jego rentowności lub/i obniżenia jego kosztu, a w rezultacie do wzrostu nadwyżki rentowności kapitału ponad poziom jego kosztu.

EVA jest miernikiem bezwzględnym, ukazującym proces tworzenia wartości z perspektywy całego kapitału przedsiębiorstwa oraz jej redystrybuowanie na rzecz poszczególnych beneficjentów, którymi są właściciele, wierzyciele oraz budżet państwa. W podobny sposób proces ten ukazuje inny bezwzględny rynkowy miernik efektywności w postaci szacunkowej wartości kreowanej (EVC). W odróżnieniu od EVA, miernik ten rozpatruje proces kreowania wartości przez pryzmat kapitału własnego. W sensie rachunkowym mierniki EVA i EVC są sobie równe, bowiem niezależnie od perspektywy rozpatrywania procesu tworzenia wartości, cała wykreowana wartość dodana jest wartością przynależną właścicielom przedsiębiorstwa, co w ujęciu graficznym ukazuje rysunek 1, prezentujący proces tworzenia wartości w przedsiębiorstwie od strony księgowej – poprzez rachunek zysków i strat, jak również od strony rynkowo-finansowej – poprzez rachunek kreowania wartości.

Dopełnieniem bezwzględnych rynkowych mierników efektywności są mierniki o charakterze względnym zaprezentowane w tabeli 2.

EBIT			}	Rachunek kreowania wartości	
$r_{\text{vD}} \cdot D \cdot (1 - T) = k_{\text{D}} \cdot D$	$k_{\text{E}} \cdot E$	$[(EBIT - r_{\text{D}} \cdot D) \cdot (1 - T) - k_{\text{E}} \cdot E = NP - k_{\text{E}} \cdot E = EVC = EBIT \cdot (1 - T) - k_{\text{D}} \cdot D - k_{\text{E}} \cdot E = NOPAT - WACC \cdot K$			$(EBIT - r_{\text{vD}} \cdot D) \cdot T$
$WACC \cdot K$		$EVC = EVA$			
Koszty kapitału					Wartość dodana
Wierzyciele	Właściciele		Budżet państwa	}	Beneficjenci
Odsetki	Zysk netto		Podatek dochodowy		
$r_{\text{D}} \cdot D$	$(EBIT - r_{\text{D}} \cdot D) \cdot (1 - T)$		$(EBIT - r_{\text{D}} \cdot D) \cdot T$	}	Rachunek zysków i strat
EBIT			$EBIT - r_{\text{D}} \cdot D$		

Rysunek 1. Tworzenie wartości dodanej w przedsiębiorstwie

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Względny pomiar efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie

Lp.	Symbol miernika	Formuła obliczania	Oznaczenia
1.	VCI	ROE / k_E	– VCI – indeks tworzenia wartości – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
2.	CEE	$EVC / (E \cdot k_E) = VCI - 1$	– CEE – efektywność kosztowa kapitału własnego – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
3.	CEC	$EVA / (K \cdot WACC)$	– CEC – efektywność kosztowa kapitału – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
4.	SEVC	$EVC / E = ROE - k_E$	– SEVC – standaryzowana szacunkowa wartość kreowana – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio
5.	SEVA	$EVA / K = ROI - WACC$	– SEVA – standaryzowana ekonomiczna wartość dodana – pozostałe oznaczenia – jak uprzednio

Źródło: opracowanie własne.

Do interesujących wniosków prowadzi analiza zależności, w jakich względem siebie pozostają dwa mierniki służące ocenie efektywności kreowania wartości przedsiębiorstwa – miernik bezwzględny EVC oraz miernik względny VCI. Pierwszy z nich odzwierciedla wartość kreowaną dla właścicieli przedsiębiorstwa, drugi zaś umożliwia prowadzenie oceny intensywności kreowania tej wartości. Zgodnie z tabelami 1 i 2, mierniki te opisują następujące formuły rachunkowe:

$$EVC = E \cdot (ROE - k_E) \quad (1)$$

$$VCI = ROE / k_E \quad (2)$$

Przekształcając wzór (1) otrzymujemy stopę zwrotu z kapitału własnego, opartą na generowaniu wartości kreowanej, w postaci⁷:

$$SEVC = EVC / E = ROE - k_E \quad (3)$$

Dzieląc obie strony równania przez k_E uzyskujemy:

$$EVC / (E \cdot k_E) = (ROE - k_E) / k_E \quad (4)$$

czyli, że również:

⁷ W analogiczny sposób można mówić o stopie zwrotu z całego zainwestowanego kapitału w postaci: $SEVA = EVA / K$. Taki sposób pomiaru efektywności kreowania wartości pozwala na zaprezentowanie mierników EVA i EVC w zestandaryzowanej postaci, umożliwiającej porównywanie za ich pomocą efektywności kreowania wartości pomiędzy przedsiębiorstwami o różnej wielkości. Zob. C. Kochalski: *Nośniki wartości w spółkach giełdowych Wielkopolski*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 100–103.

$$EVC / (E \cdot k_E) = VCI - 1 \quad (5)$$

Równanie (5) prezentuje równocześnie zależność pomiędzy VCI a innym względnym miernikiem, jaki stanowi CEE, czyli rynkowa stopa zwrotu z nakładów na koszt kapitału własnego. Analogiczną relacją w odniesieniu do kosztu całego kapitału jest miernik CEC.

Efektywność kreowania wartości a wartość przedsiębiorstwa

Wskazane mierniki rynkowe mają charakter mierników odzwierciedlających częściowe, bieżące efekty kreowania wartości. W ujęciu długoterminowym jedynym wyznacznikiem oceny procesów kreowania wartości jest wartość rynkowa przedsiębiorstwa oraz jej zmiany. Jest to bowiem najbardziej zagregowany miernik efektywności przedsiębiorstwa, odzwierciedlający sumaryczne skutki oddziaływania różnych czynników operacyjnych i finansowych oraz podejmowanych w przedsiębiorstwie decyzji. Tempo pomnażania wartości przedsiębiorstwa jest zarazem implikowane przez częściowe efekty jej kreowania. Stąd, wymienione mierniki znajdują także zastosowanie dla celów wyceny przedsiębiorstwa.

Punktem wyjścia dla powiązania problemu pomiaru wartości przedsiębiorstwa z rynkowymi miernikami jego efektywności są następujące formuły⁸:

$$MVA = V(E) - E \quad (6)$$

$$MVA = \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t} \quad (7)$$

gdzie:

EVA_t – szacowana wartość ekonomicznej wartości dodanej (zysku ekonomicznego) w t roku funkcjonowania przedsiębiorstwa ($t = 1, 2, \dots, n$),
pozostałe oznaczenia – jak uprzednio.

Formuły te z jednej strony definiują sposób obliczania rynkowej wartości dodanej, z drugiej zaś ukazują zależność pomiędzy tym miernikiem a innym miernikiem wartości kreowanej, jakim jest ekonomiczna wartość dodana. Wiążąc ze sobą obie przytoczone formuły otrzymuje się:

$$\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t} = V(E) - E \quad (8)$$

czyli, że:

$$V(E) = E + \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t} \quad (9)$$

⁸ A. Duliniec: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 141–143.

Biorąc pod uwagę ograniczoność czasową sporządzanej prognozy wartości EVA, formuła wyceny przedsiębiorstwa opartej na wykorzystaniu zysku ekonomicznego jako miernika kreowania wartości, uwzględniać będzie także szacunek wartości rezydualnej. Wówczas wzór (9) przyjmie postać:

$$W = E + \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t} + ReV \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n} \quad (10)$$

Dla celów szacowania wartości rezydualnej wykorzystuje się tutaj następujące formuły rachunkowe:

- formułę opartą na wykorzystaniu modelu wiecznej renty:

$$ReV = EVA_n / WACC \quad (11)$$

- formułę opartą na wykorzystaniu modelu Gordona przy średniorocznym wskaźniku zmian zysku ekonomicznego na poziomie „ q ”:

$$ReV = [EVA_n \cdot (1 + q)] / (WACC - q) \quad (12)$$

Wynika zatem z tego, że wartość rynkowa przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości zainwestowanego w nie kapitału własnego oraz sumy zdyskontowanych przyszłych nadwyżek w postaci ekonomicznej wartości dodanej (zysku ekonomicznego). Formuła wyceny przedsiębiorstwa wykorzystująca rynkowe mierniki jego efektywności nawiązuje więc bezpośrednio do zależności zachodzącej pomiędzy wewnętrznym wynikiem przedsiębiorstwa, jakim jest *EVA* oraz jego zewnętrzną weryfikacją rynkową, którą stanowi *MVA*.

Analizując zaprezentowane formuły, służące szacowaniu wartości przedsiębiorstwa, przy wykorzystaniu miernika EVA należy zwrócić uwagę na fakt, że w formułach tych zmienność wartości pieniądza w czasie jest w toku wyceny uwzględniania w oparciu o stopę dyskontową równą średniemu ważonemu kosztowi kapitału⁹. Biorąc równocześnie pod uwagę, że jedynymi beneficjentami ekonomicznej wartości dodanej są właściciele przedsiębiorstwa (co zaprezentowano na rysunku 1), należałoby zasugerować przyjęcie kosztu kapitału własnego jako wyznacznika stopy dyskontowej w rachunku łączącym rynkową wartość dodaną z ekonomiczną wartością dodaną w celu oszacowania wartości przedsiębiorstwa. W tym kierunku idzie propozycja T. Dudycza, który w zależności od tego czy wycena odnosi się do całego kapitału przedsiębiorstwa (perspektywa właścicieli i wierzycieli), czy tylko do jego kapitału własnego (perspektywa właścicieli), proponuje zróżnicowany sposób wyznaczania stopy dyskontowej, co zaprezentowano w tabeli 3.

Wykorzystanie ekonomicznej wartości dodanej dla celów wyceny przedsiębiorstwa pozwala nie tylko na oszacowanie jego wartości, ale również stwarza możliwości w zakresie bieżącego monitorowania procesu kreowania wartości przedsiębiorstwa. W metodzie tej

⁹ Tego rodzaju rozwiązanie jest powszechnie spotykane w literaturze prezentującej to zagadnienie. Analogicznie prezentują to także twórcy i pierwsi propagatorzy wykorzystania EVA w toku wyceny przedsiębiorstwa: G.B. Steward i A. Ehrbar.

Tabela 3

Wykorzystanie EVA w rachunku wyceny przedsiębiorstwa

Składniki wartości	Wycena całkowitego kapitału – wartość całkowita przedsiębiorstwa	Wycena kapitału własnego – wartość przedsiębiorstwa
Zainwestowany kapitał	K	E
Rynkowa wartość dodana	$\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$	$\sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+k_E)^t}$
Wartość ogółem	$K + \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}$	$K + \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+k_E)^t}$

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 174.

oddziela się bowiem tę część wartości przedsiębiorstwa, która wynika z wartości zainwestowanego w nie kapitału od części, która stanowi bezpośredni rezultat procesu pomnażania wartości tego kapitału, czyli kreacji nowej wartości dzięki odpowiedniemu poziomowi efektywności przedsiębiorstwa. Wykorzystanie EVA umożliwia równocześnie powiązanie wartości przedsiębiorstwa z efektywnością jego działalności operacyjnej oraz kosztami pozyskiwania i wartością zainwestowanego kapitału¹⁰. Konsekwencją tego jest także powiązanie rachunku służącego szacowaniu wartości przedsiębiorstwa z zaprezentowanymi uprzednio strategiami wzrostu EVA. Uzyskania tego rodzaju informacji nie gwarantuje metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (*DCF*), przy której wartość przedsiębiorstwa szacowana jest w oparciu o „zagregowany” finansowy efekt działalności przedsiębiorstwa. Pomimo zatem rachunkowej równoważności metody opartej na *DCF* oraz metody opartej na *EVA*¹¹, ta ostatnia jawi się we wskazanym kontekście jako bardziej użyteczna.

Podsumowanie

Potrzeba pomiaru i oceny efektywności procesów kreowania wartości, z jakimi mamy do czynienia w toku działalności przedsiębiorstwa, stanowi naturalną konsekwencję powstania prowartościowego paradygmatu zarządzania oraz opartej na nim koncepcji zarzą-

¹⁰ G.B. Steward, III: *op.cit.*, s. 177.

¹¹ Dowód rachunkowej równoważności metod wyceny na podstawie *DCF* oraz *EVA* od strony teoretycznej i praktycznej szeroko ukazują prace: G.B. Steward, III: *op.cit.*, s. 306–350, *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2011, s. 361–381 oraz D. Zarzecki: *Zastosowanie ekonomicznej wartości dodanej w wycenie przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 434, Szczecin 2006, s. 235–246.

dzania wartością. Odzwierciedla to immanentną cechę nauk o zarządzaniu, jaką stanowi ich ścisły związek z potrzebami praktyki gospodarczej. Powstanie i rozwój prowartościowego zarządzania stały się bowiem czynnikiem implikującym potrzebę zmian w całym systemie zarządzania przedsiębiorstwem – w tym w jego aspekcie instrumentalnym, z którym związany jest m. in. problem pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości. Należy mieć równocześnie świadomość, że zaprezentowane w treści niniejszego opracowania narzędzia pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości wymagają ciągłego doskonalenia – szczególnie w obszarze sposobu ich wykorzystania w praktyce współczesnego biznesu¹².

Literatura

- Acocella N.: *Zasady polityki gospodarczej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Dudycz T.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Duliniec A.: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Jaki A.: *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe UEK – Seria specjalna: Monografie, nr 215, Wydawnictwo UEK, Kraków 2012.
- Kochalski C.: *Nośniki wartości w spółkach giełdowych Wielkopolski*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, red. J. Duraj, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Mączyńska E.: *Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, Szczecin 2011.
- Osbert-Pociecha G.: *Relacja między efektywnością a elastycznością organizacji*, [w:] *Efektywność – rozważania na istota i pomiarem*, red. T. Dudycz, Ł. Tomaszewicz, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 1183, Wrocław 2007.
- Steward, III, G.B.: *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, Harper Business, New York 1991.
- Stiglitz J.E.: *Ekonomia sektora publicznego*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa 2011.
- Zarzecki D.: *Zastosowanie ekonomicznej wartości dodanej w wycenie przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 434, Szczecin 2006.

dr Andrzej Jaki
Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

¹² Liczne niedoskonałości w tym zakresie ujawnił m. in. ostatni globalny kryzys gospodarczy. Zob. szerzej na ten temat: A. Jaki: *op.cit.*, s. 122, 217–222 oraz E. Mączyńska: *Gdy sługa staje się panem, czyli dysfunkcje pomiaru wartości biznesu i wyników działalności gospodarczej*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 639, Szczecin 2011, s. 103–120.

Streszczenie

Rozwój narzędzi służących pomiarowi oraz ocenie efektywności przedsiębiorstwa jest w pierwszej kolejności determinowany zastosowaniem w tym celu dwóch następujących grup mierników: mierników księgowych i mierników finansowych. Rozwój zastosowań tych mierników stał się następnie podstawą dla powstania mierników rynkowych, które integrując w swojej treści wybrane mierniki księgowe i finansowe, stają się podstawowymi narzędziami pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie. Równocześnie, wartość rynkowa przedsiębiorstwa stała się w związku z tym istotnym parametrem analizy finansowej w obrębie wskaźników rynku kapitałowego, a następnie wchodząc w skład analizy wartości przedsiębiorstwa. Stąd, podstawowym celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie narzędzi pomiaru i oceny efektywności kreowania wartości w przedsiębiorstwie, których powstanie oraz rozwój wykorzystania determinowane są przez szeroki wachlarz uwarunkowań prowadzenia pomiaru i oceny efektywności przedsiębiorstwa.

MEASUREMENT AND ASSESSMENT OF VALUE CREATION EFFECTIVENESS IN ENTERPRISES

Summary

The development of tools for assessing enterprise effectiveness is determined primarily by the application of the following two groups of measures: accounting measures and financial measures. The increasing use of these measures has become the basis for the creation of market measures, which by integrating selected accounting and financial measures are becoming the basic tools for measuring and assessing value creation effectiveness in enterprises. At the same time, enterprise market value has become a significant financial analysis parameter within capital market indicators, as well as within enterprise value analysis. Therefore, the basic aim of this paper is to present the tools for measuring and assessing value creation effectiveness in enterprises, whose origins and evolution of application are determined by a wide array of conditions, which influence the measurement and assessment of company effectiveness.

