

## Systematyka metod pomiaru wartości w ramach zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Jarosław Nowicki\*

**Streszczenie:** *Cel* – Celem opracowania jest określenie relacji pomiędzy różnymi metodami pomiaru wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość, jak również usystematyzowanie używanych zarówno w teorii, jak i praktyce gospodarczej metod pomiaru wartości przedsiębiorstwa. Za główny cel autor stawia sobie określenie relacji między metodami wyceny przedsiębiorstwa a miernikami wartości kreowanej, szczególnie w odniesieniu do trójfazowego procesu tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo oraz kategorii wartości podlegających pomiarowi. Opracowanie ma spełniać funkcję porządkującą i systematyzującą.

*Metodologia badania* – Opracowanie ma charakter metodyczny, gdyż skupia się na właściwym zrozumieniu metod pomiaru wartości stosowanych w ramach koncepcji zarządzania przez wartość. W opracowaniu wykorzystano krytyczną analizę literatury oraz metody analizy, syntezy i porównań, jak również wnioskowania przez analogię.

*Wynik* – Wynikiem opracowania jest określenie relacji, jakie zachodzą pomiędzy poszczególnymi narzędziami pomiaru wartości z perspektywy właścicielskiej, w odniesieniu do trójfazowego procesu tworzenia wartości oraz różnych kategorii wartości poddawanych pomiarowi. Wynik analiz schematycznie zaprezentowano na rysunku 1.

*Oryginalność/wartość* – Oryginalność opracowania polega na usystematyzowaniu metod pomiaru wartości używanych dla różnych celów w ramach zarządzania przez wartość, w odniesieniu do poszczególnych faz procesu tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo oraz kategorii wartości podlegających pomiarowi.

**Słowa kluczowe:** pomiar wartości przedsiębiorstwa, metody wyceny, mierniki wartości kreowanej, miary zmiany wartości przedsiębiorstwa, miary wartości dla właścicieli, trójfazowy proces tworzenia wartości

### Wprowadzenie

Pomiar wartości stoi w centrum zainteresowania koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, nazywanej też zarządzaniem przez wartość (VBM – *value-based management*). W ramach tej koncepcji wyróżnia się wiele metod i narzędzi, które zmierzają do pomiaru wartości przedsiębiorstwa, od metod wyceny aż po mierniki dokonań przedsiębiorstwa, które z założenia mierzyć mają stopień realizacji celu działania przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej. Cel ten w nurcie zarządzania przez wartość definiowany jest jako zwiększanie wartości dla właścicieli. Studiując literaturę przedmiotu, odnieść można jednak wrażenie, że relacje między poszczególnymi metodami i podejściami w pomiarze wartości przedsiębiorstwa w ramach nurtu zarządzania przez wartość nie są do końca określone.

---

\* dr Jarosław Nowicki, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Katedra Controllingu, Analizy Finansowej i Wyceny, al. Niepodległości 10, 61-875 Poznań, e-mail: j.nowicki@ue.poznan.pl.

Pierwszą grupę narzędzi pomiaru wartości, do których odnoszą się zagadnienia poruszone w niniejszym opracowaniu, stanowią metody wyceny przedsiębiorstwa. Druga grupa to mierniki dokonań przedsiębiorstwa wypracowane w ramach koncepcji zarządzania przez wartość<sup>1</sup>.

Opracowanie ma charakter metodyczny, gdyż koncentruje się na właściwym zrozumieniu metod pomiaru wartości stosowanych w ramach koncepcji zarządzania przez wartość. Celem opracowania jest określenie relacji pomiędzy różnymi metodami pomiaru wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość i ich usystematyzowanie. W szczególności za cel autor stawia sobie określenie relacji między metodami wyceny przedsiębiorstwa a różnymi miernikami wartości kreowanej, w odniesieniu do trójfazowego procesu tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo oraz kategorii wartości podlegających pomiarowi. Opracowanie ma spełniać funkcję porządkującą i systematyzującą.

Realizacja tego celu wymaga uporządkowania pojęć dotyczących pomiaru wartości przedsiębiorstwa, wyodrębnienia cech wspólnych poszczególnych metod i pogrupowanie ich, biorąc pod uwagę cechy wspólne, jak również idee tworzące genezę tych miar.

W porządkowaniu relacji między poszczególnymi metodami pomiaru wartości przedsiębiorstwa wykorzystano krytyczną analizę literatury oraz metody analizy, syntezy i porównań, jak również wniosowania przez analogię.

## **1. Pomiar wartości jako trzon koncepcji zarządzania przez wartość**

Konieczność pomiaru wartości przedsiębiorstwa powszechnie uznaje się za trzon koncepcji zarządzania przez wartość. Wynika to z podawanych przez różnych autorów definicji zarządzania przez wartość, które wskazują na to, że pomiar wartości jest podstawową funkcją, która w ramach tej koncepcji musi być zapewniona. Mimo, że szczegółowe definicje zarządzania wartością przedsiębiorstwa różnią się między sobą<sup>2</sup>, to ich wspólną cechą jest skoncentrowanie na celu definiowanym jako zwiększanie wartości<sup>3</sup>. Nie sposób wyobrazić sobie realizację funkcji zarządzania nakierowaną na realizację tego celu bez pomiaru wartości<sup>4</sup>. Również analiza zestawu elementów, które składają się na proces zarządzania przez

<sup>1</sup> Miary te nazywane są w opracowaniu miernikami wartości kreowanej.

<sup>2</sup> Przytoczyć tu można chociażby definicje podawane w: (Jaki 2006: 34; Copeland, Koller, Murrin 1997: 86–87; Michalski 2001: 23; Szablewski 2000: 15; Jaki i Rojek 2000: 114; Szczepankowski 2007: 20).

<sup>3</sup> Wartość, do której zwiększania przedsiębiorstwa powinny zmierzać, bywa różnie precyzowana w różnych definicjach. Definicje autorów przytoczonych w poprzednim przypisie w większości nakazują skoncentrowanie działań na wartości przedsiębiorstwa (rynkowej wartości przedsiębiorstwa (np. Jaki 2006: 34) lub ogólnej wartości przedsiębiorstwa (np. Copeland, Koller, Murrin 1997: 87; Szablewski 2000: 15; Szczepankowski 2007: 20), co – uwzględniając wszystkie trzy fazy procesu tworzenia wartości dla właścicieli – nie wydaje się kryterium wystarczającym. Rzadsze jest, trafniejsze zdaniem autora, formułowanie celu jako zwiększania wartości dla właścicieli (Michalski 2001: 23).

<sup>4</sup> Wpisuje się to w rozumowanie, zgodnie z którym zarządzać da się tym, co można zmierzyć. Opinia ta bywa często powtarzana szczególnie w krajach anglosaskich (Kaplan, Norton 2002: 38; Black i in. 2000: 84; Marcinkowska 2000: 13).

wartość<sup>5</sup> pozwala skonstatować, że realizacja poszczególnych funkcji realizowanych w ramach tego procesu nie jest możliwa bez systematycznego pomiaru wartości.

Wydaje się nawet, że to możliwość pomiaru wartości, czyli skwantyfikowania głównego celu działania, jak również możliwość dezagregacji tej ogólnej miary na jej elementy składowe, umożliwiła łatwe wkomponowanie się zarządzania przez wartość w zarządzanie strategiczne jako koncepcję spinającą całość działalności podmiotu z wartością dla właścicieli jako strategicznym celem. Dzięki temu też zarządzanie przez wartość jest koncepcją pozwalającą połączyć strategię z działalnością operacyjną, w ramach której każde działanie może zostać skonfrontowane z celem podmiotu<sup>6</sup>.

Pomiar wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość pojawia się w dwóch głównych formach:

- wyceny przedsiębiorstwa lub – ściślej rzecz ujmując – wyceny kapitału własnego przedsiębiorstwa, dokonywanej przy wykorzystaniu odpowiednich metod wyceny,
- pomiaru dokonań przedsiębiorstwa w kontekście tworzenia wartości za pomocą mierników wartości kreowanej.

Kolejne części opracowania będą poświęcone omówieniu relacji pomiędzy różnymi metodami pomiaru wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość.

## **2. Wartość przedsiębiorstwa, wartość kapitału własnego i wartość dla właścicieli a trzy fazy procesu tworzenia wartości**

Dla lepszego zrozumienia wzajemnych relacji poszczególnych metod pomiaru wartości należy podkreślić, że w procesie tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo wyróżnia się zazwyczaj trzy fazy:

- budowanie wartości,
- utrzymanie wartości,
- realizację wartości, czyli jej przekazanie właścicielom<sup>7</sup>.

Pierwsza i druga faza procesu tworzenia wartości koncentruje się na osiąganiu stopy zwrotu z kapitału przewyższającej jego koszt. Uzyskana nadwyżka może zostać zatrzymana

---

<sup>5</sup> Różni autorzy wskazują różne zestawy elementów bądź funkcji, które tworzą proces zarządzania wartością przedsiębiorstwa (por. m.in. Copeland, Koller, Murrin 1997: 101; Knight 1998: 112; Rappaport 1999: 181; Black i in. 2000: 89; Martin, Petty 2000: 6; Michalski 2001: 148; Morin, Jarrell 2001: 46; Young, O'Byrne 2001: 18). Analiza porównawcza ustaleń poczynionych przez wymienionych autorów pozwala wskazać wspólny, tj. powtarzający się u prawie wszystkich badaczy, zestaw elementów procesu zarządzania przez wartość. Należy do niego zaliczyć: planowanie (zarówno w ujęciu strategicznym, jak i operacyjnym), pomiar i ocenę wyników działalności, jak również ich raportowanie, motywowanie oraz komunikowanie zamierzeń i wyników w zakresie tworzenia wartości zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz organizacji.

<sup>6</sup> Podobne zdanie na temat powiązania w ramach zarządzania przez wartość strategii z zarządzaniem operacyjnym wyrażono w: (Knight 1998: 59; Dudydz 2005: 25–33; Szczepankowski 2007: 23; Pluta 2009: 32).

<sup>7</sup> W literaturze fazy te nazywa się też tworzeniem, zachowaniem i realizacją wartości (Black i in. 2000: 79; Michalski 2001: 20). Niewielka modyfikacja leksykalna dokonana przez autora ma na celu wierniejsze oddanie tego, co w każdej z faz się zawiera, a ponadto umożliwia nazywanie całego procesu tworzeniem wartości dla właścicieli.

w przedsiębiorstwie lub przekazana właścicielom, a nadzieja na jej uzyskanie jest przyczyną angażowania kapitału przez właścicieli. W fazie drugiej podejmuje się działania mające na celu niedopuszczenie do zmarnowania czy utraty wartości zbudowanej w fazie pierwszej. W praktyce niekiedy trudno odróżnić działania utrzymujące wartość od tych ją budujących. Obie fazy prowadzić mają do wygenerowania przepływów pieniężnych na tyle wysokich, aby otrzymana stopa zwrotu przewyższała koszt kapitału.

Kluczową w procesie tworzenia wartości jest faza trzecia, czyli przekazanie wartości właścicielom. Bez jej uwzględnienia nie można mówić w pełni o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Dla właściwego zrozumienia relacji poszczególnych metod pomiaru wartości kluczowym jest odróżnienie wartości przedsiębiorstwa od wartości dla właścicieli. Konsekwencją utożsamiania tych dwóch pojęć bywa zamienne definiowanie celu działalności przedsiębiorstwa jako maksymalizowania jego wartości, czyli zwiększania wartości dla właścicieli<sup>8</sup>.

Do określenia wartości przedsiębiorstwa podejść należy z perspektywy kapitałów, jakie finansują aktywa<sup>9</sup>. Wartość przedsiębiorstwa wynikająca z przyszłych przepływów pieniężnych obejmuje wartość wszystkich kapitałów składających się na bazę kapitałową, czyli kapitału własnego i kapitału obcego<sup>10</sup>. Stąd wartość kapitału własnego to różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wartością kapitałów wniesionych przez innych inwestorów niż właściciele.

W praktyce często utożsamia się zwiększanie wartości przedsiębiorstwa ze zwiększaniem wartości kapitału własnego, ponieważ płatności na rzecz dawców kapitału obcego są zagwarantowane zapisami umownymi. Wtedy w celu uproszczenia analiz nie ma potrzeby ciągłego wskazywania na fakt, iż wartość kapitału własnego jest różnicą pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a wartością kapitału obcego (Nita 2007: 25). Takie postępowanie jest zrozumiałe.

Wartości kapitału własnego nie należy jednak utożsamiać z wartością dla właścicieli. Przepływy pieniężne wygenerowane przez przedsiębiorstwo dla jego właścicieli (potencjalnie) nie muszą być tożsame z przepływami pieniężnymi faktycznie przez właścicieli zrealizowanymi (Michalski 2001: 19–21). Jest to związane z przytoczonym wcześniej wyróżnieniem trzeciej fazy w procesie tworzenia wartości. Wartość kapitału własnego wynika ze

---

<sup>8</sup> Takie utożsamianie widoczne jest m.in. w: (Dudycz 2005; Nita 2007; Szczepankowski 2007; Szablewski 2000). O ile utożsamianie wartości przedsiębiorstwa z wartością kapitału własnego, w świetle zagwarantowania płatności dla dawców kapitału obcego zapisami umownymi jest zrozumiałe, o tyle utożsamienie powyższych pojęć z wartością dla właścicieli nie wydaje się właściwe, a jest obecne w literaturze – np. gdy stwierdza się, że „tę część całkowitej wartości przedsiębiorstwa, która jest reprezentowana przez kapitał własny określa się jako wartość dla właścicieli” (Nita 2007: 24). Inni autorzy za A. Rappaportem utożsamiają wartość kapitału własnego z wartością dla akcjonariuszy (Rappaport 1999: 38; Black i in. 2000: 56; Dudycz 2005: 19).

<sup>9</sup> Spojrzenie na wartość przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości zainwestowanych w nie kapitałów obecne jest m. in. w: (Kamela-Sowińska 2006; Jaki 2006).

<sup>10</sup> Do kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo, nazywanego też bazą kapitałową, zalicza się kapitał własny i kapitał obcy oprocentowany (Michalski 2001: 18). W tym miejscu zakłada się, że każdy składnik bazy kapitałowej można zaliczyć albo do kapitału własnego, albo do kapitału obcego, przyjmując, iż każdy składnik, którego nie zaliczono do kapitału własnego, jest elementem kapitału obcego.

zdyskontowanych odpowiednią stopą dyskontową przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, a dokładniej – przynależnej właścicielom części tych przepływów, potencjalnie dla właścicieli dostępnych. Wartość kapitału własnego jest zatem wartością potencjalną. Natomiast wartość dla właścicieli zależy od tego, jaka część wytworzonej i utrzymanej wartości zostanie właścicielom przekazana. Jest ona wypadkową przepływów pieniężnych faktycznie przekazanych z przedsiębiorstwa do właścicieli. Wartość dla właścicieli jest zatem wartością faktycznie przez właścicieli zrealizowaną.

Powyższe zależności oznaczają także, że tworzenie wartości dla właścicieli wymaga w długim okresie zwiększania wartości kapitału własnego.

### 3. Metody wyceny przedsiębiorstwa

Metody wyceny przedsiębiorstwa stanowią w zasadzie narzędzia pomiaru wartości kapitału własnego<sup>11</sup>. Stanowią one sedno koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, będąc narzędziem służącym do podejmowania decyzji w procesie tworzenia wartości, ale znajdują szerokie zastosowanie nie tylko w ramach zarządzania przez wartość. Możliwe przesłanki wyceny przedsiębiorstwa zamieszczono w tabeli 1.

**Tabela 1**

Przesłanki wyceny przedsiębiorstw

Grupa przesłanek wyceny	Okoliczności wyceny
1	2
Przesłanki związane z transakcjami kupna-sprzedaży oraz innymi podobnymi prowadzącymi do zmiany właściciela (właścicieli) przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>– kupno-sprzedaż przedsiębiorstw</li> <li>– zaspokajanie roszczeń występujących ze spółki drobnych właścicieli</li> <li>– przejmowanie przedsiębiorstw (w tym <i>leveraged buy-out, management buy-out</i>)</li> </ul>
Przesłanki związane z restrukturyzacją przedsiębiorstw (kapitałową, organizacyjną)	<ul style="list-style-type: none"> <li>– fuzje</li> <li>– tworzenie struktur holdingowych</li> <li>– podwyższenie kapitału</li> <li>– ustalanie cen emisyjnych akcji przy ofercie publicznej (ang. <i>going public</i>)</li> </ul>
Przesłanki związane z koncepcją zarządzania wartością przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>– planowanie strategiczne</li> <li>– ocena pracy zarządu</li> <li>– tworzenie systemów motywacyjnych i systemów zarządzania zorientowanych na wartość</li> <li>– identyfikacja nośników wartości przedsiębiorstwa</li> </ul>
Przesłanki związane z zawieraniem transakcji finansowych – przede wszystkim dotyczących różnych form finansowania przedsiębiorstwa kapitałem obcym	<ul style="list-style-type: none"> <li>– zabezpieczenie zaciągniętych kredytów</li> <li>– sanacja, restrukturyzacja przedsiębiorstw i związana z tym konieczność dokapitalizowania ich</li> </ul>
Przesłanki związane z prawem o spadkach i darowiznach oraz prawem rodzinnym	<ul style="list-style-type: none"> <li>– wycena części spadkowych</li> <li>– ustalanie wartości darowizn</li> </ul>

<sup>11</sup> Wynika to z opisanego uprzednio, a czynionego zazwyczaj dla wygody utożsamiania wartości przedsiębiorstwa z wartością kapitału własnego.

1	2
Przesłanki związane z wyceną dla celów podatkowych	– wycena dla celów podatku majątkowego (np. podatek katastralny) oraz podatków od spadków i darowizn
Przesłanki związane z wymiarem odszkodowań	– wymiar odszkodowań przy wywłaszczeniach – wymiar odszkodowań z tytułu ubezpieczeń
Inne przesłanki	– wycena spółek giełdowych w celu podjęcia decyzji inwestycyjnej – wykup firm konkurencyjnych w celu ich wyeliminowania z rynku – wycena praw poboru – tworzenie różnych kategorii akcji – ustalenie stawek ubezpieczenia

Źródło: opracowanie własne na podstawie (Jaki 2006: 54; Zarzecki 1999: 42–46; Kossecki 2008: 70).

Wycena przedsiębiorstwa spełniać może różne funkcje (doradczą, argumentacyjną, mediacyjną, informacyjną, zabezpieczającą, zarządczą)<sup>12</sup> i dokonywana może być różnymi metodami, z których najczęściej wymieniane są metody dochodowe, majątkowe, porównawcze i mieszane<sup>13</sup>.

Zważywszy na wprowadzone wcześniej rozróżnienie pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli, wszystkie metody wyceny niezależnie od przyjętej klasyfikacji zmierzają do oszacowania wartości kapitału własnego danego przedsiębiorstwa. W przypadku niektórych metod wyceny etapem pośrednim jest oszacowanie wartości przedsiębiorstwa. Żadna ze znanych metod nie służy do określenia wartości dla właścicieli danego przedsiębiorstwa. Metody wyceny służą zatem do oszacowania potencjalnej wartości przedsiębiorstwa przynależnej wszystkim stronom finansującym lub potencjalnej wartości kapitału własnego przynależnej właścicielom, ale przez nich nie zrealizowanej. A nie można zapomnieć, że budowanie wartości kapitału własnego jest warunkiem koniecznym tworzenia wartości dla właścicieli w długim okresie, ale nie jest warunkiem wystarczającym.

Ponadto wspólną cechą wyceny przedsiębiorstwa różnymi metodami jest to, że wykonuje się ją na dany moment, jest to zatem pomiar wartości kapitału własnego na dany moment (najczęściej dzień wyceny).

#### 4. Mierniki wartości kreowanej

Druga grupa narzędzi służących do pomiaru wartości stanowi uzupełnienie metod wyceny. Oprócz pomiaru na dany dzień, potrzebny jest także pomiar za dany okres, bowiem sprawne zarządzanie nakierowane na wartość wymaga monitorowania, jak ta wartość się zmienia.

<sup>12</sup> Ich omówienie znaleźć można m.in. w: (Zarzecki 1999: 42; Szczepankowski 2007: 191) oraz w podanej tam literaturze.

<sup>13</sup> Obszernego przeglądu różnych klasyfikacji metod wyceny przedsiębiorstwa dokonano m.in. w: (Jaki 2006: 89–97; Nita 2007: 57–60; Copeland, Koller, Murrin 1997: 64–85; Zarzecki 1999: 57–58).

Do grupy mierników wartości kreowanej zalicza się w opracowaniu te miary, które zostały stworzone specjalnie na potrzeby zarządzania przez wartość, często w odpowiedzi na niedostatki tradycyjnych miar opartych na danych księgowych. Do tej kategorii autor zalicza takie miary, jak wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA – *shareholder value added*), ekonomiczna wartość dodana (EVA – *economic value added*) i inne odmiany zysku ekonomicznego (EP – *economic profit*, RI – *residual income*), gotówkowa wartość dodana (CVA – *cash value added*), oparta na gotówkowej stopie zwrotu z inwestycji (CFROI – *cash flow return on investment*), gotówkowa wartość dodana Ottossona i Weissenriedera (CVA), wytworzona wartość dla akcjonariuszy (CSV – *created shareholder value*) czy ekonomiczna wartość dodana dla właścicieli (SEVA – *shareholder economic value added*)<sup>14</sup>.

Konsekwencją utożsamiania zwiększania wartości przedsiębiorstwa ze zwiększaniem wartości dla właścicieli jest to, że większość mierników wartości kreowanej stanowi odpowiedź na pytanie o zmianę wartości przedsiębiorstwa (lub wartości kapitału własnego) w danym okresie. Poszukiwania mierników wynikały m.in. z tego, że najprostsza odpowiedź na powyższe pytanie, czyli zmiana wartości przedsiębiorstwa lub wartości kapitału własnego, obliczona jako różnica pomiędzy wartością na końcu i na początku okresu, nie może być wprost wykorzystana w zarządzaniu podmiotem<sup>15</sup>. Wprowadzone wcześniej rozgraniczenie między wartością przedsiębiorstwa a wartością dla właścicieli umożliwia podział mierników wartości kreowanej na:

- miary zmiany wartości przedsiębiorstwa,
- miary wartości dla właścicieli<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Mierniki i oparte na nich systemy zarządzania to swego rodzaju „produkty” firm doradczych. Mnogość dostępnych mierników wartości kreowanej, jak również natężenie zabiegów marketingowych poszczególnych firm doradczych promujących własne narzędzia, doprowadziło już w latach 90. XX wieku do tego, że mówiono o „wojnie mierników” (Myers 1996: 41–50).

<sup>15</sup> Rodziłoby to wiele trudności. Przyrost wartości rynkowej kapitału własnego jest łatwy do obliczenia dla spółki giełdowej, jednak mógłby być stosowany tylko w odniesieniu do spółki giełdowej jako całości, a już nie do jej części. Taka miara stanowiłaby odpowiedź na pytanie, o ile zmieniła się w danym okresie wartość rynkowa kapitałów własnych, ale nie byłaby dobrą miarą wartości dla właścicieli, m.in. dlatego, że ewentualne wzrosty ceny akcji nie są jedynymi korzyściami, jakie odnoszą mogą akcjonariusze spółki giełdowej. Poza tym w warunkach rynku kapitałowego nieefektywnego informacyjnie stosowanie miary opartej na cenie giełdowej akcji jako podstawie systemu motywacyjnego budzi wątpliwości, ponieważ w takich warunkach nawet w długim okresie na kurs akcji wpływa bardzo wiele czynników, z których tylko część zależy od decyzji podejmowanych przez kadrę kierowniczą. W szczególności mogłoby zatem dojść do sytuacji, w której kierownicy wynagradzani byłiby za nieefektywną pracę, jak również karani za pracę efektywną. Dlatego też stosowanie miary odwołującej się do wyceny giełdowej wymaga efektywnego rynku kapitałowego. W sytuacji braku wyceny giełdowej użycie do kalkulacji przyrostu wartości innej metody wyceny (np. dochodowej) celem wykorzystania w zarządzaniu przez wartość powodowałoby wiele trudności, ponieważ konieczne byłoby ustawiczne wycenianie podmiotu, co jest skomplikowane i czasochłonne. Nawet gdyby ten wysiłek ponieść, to wycena musiałaby się opierać na długoterminowych prognozach, które musiałaby być sporządzane przez kierowników poszczególnych działów analizowanych przedsiębiorstw, a przecież to właśnie wyniki ich pracy miałyby być oceniane na podstawie tej miary. Zachęcałoby to kierowników do zniekształcania szacunków (Rappaport 1999: 130).

<sup>16</sup> Biorąc pod uwagę cel opracowania, podział ten uznano za ważniejszy niż prezentowany w literaturze podział na mierniki oparte na zysku ekonomicznym, na przepływach pieniężnych i na całkowitym zwrocie dla właścicieli (Nita 2007: 109).

Miary zmiany wartości przedsiębiorstwa zostały zaprojektowane tak, aby odpowiadać na pytanie, o ile w danym okresie zmieniła się wartość przedsiębiorstwa (lub kapitału własnego). Zostały zatem pomyślane jako mierniki blisko związane z przyrostem wartości<sup>17</sup>. Do tej grupy spośród mierników wcześniej wymienionych należy zaliczyć wartość dodaną dla akcjonariuszy (SVA), ekonomiczną wartość dodaną (EVA) i inne odmiany zysku ekonomicznego (EP, RI), gotówkową wartość dodaną (CVA) opartą na gotówkowej stopie zwrotu z inwestycji (CFROI) oraz gotówkową wartość dodaną Ottossona i Weissenriedera (CVA)<sup>18</sup>.

Miary wartości dla właścicieli wychodzą od konstatacji, że dla właścicieli kluczowa w procesie tworzenia wartości jest ostatnia faza, czyli przekazanie wartości właścicielom. Nie chodzi zatem tylko o zwiększanie wartości przedsiębiorstwa w danym okresie, ale o to, czy całkowity zwrot z przedsiębiorstwa jest dla właścicieli korzystny i wystarczający. Chodzi zatem o to, czy działalność przedsiębiorstwa powiększyła bogactwo właścicieli<sup>19</sup>. Do tej grupy zaliczyć można ekonomiczną wartość dodaną dla właścicieli (SEVA) czy wytworzoną wartość dla akcjonariuszy (CSV)<sup>20</sup>. Miary te mierzą nie tylko, czy wartość została zbudowana, ale także, czy została przekazana właścicielom.

## 5. Relacje między różnymi narzędziami pomiaru wartości w koncepcji zarządzania przez wartość

Wszystkie uprzednio przytoczone narzędzia stosowane w koncepcji zarządzania przez wartość dążą do skwantyfikowania wartości w procesie jej tworzenia, jednak metody z każdej grupy robią to w trochę inny sposób lub odnoszą się do innej fazy tego procesu.

Metody wyceny służą do oszacowania wartości kapitału własnego lub pośrednio wartości przedsiębiorstwa na dany moment. Wynik wyceny jest zatem miarą zasobową, bowiem odzwierciedla wartość kapitału własnego na konkretny dzień. Kategorie wartości przedsiębiorstwa oraz wartości kapitału własnego odnoszą się do pierwszych dwóch faz procesu tworzenia wartości, tzn. jej budowania i utrzymania. Wartość kapitału własnego, jako wynik wyceny, jest dla właściciela kategorią potencjalną tak długo, jak długo musi czekać na zrealizowanie tej wartości, tj. faktyczny przepływ pieniężny. Rozróżnienie pomiędzy wartością kapitału własnego a wartością dla właścicieli jest nie do przecenienia, bowiem

<sup>17</sup> Na przykład wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA) została wyprowadzona przez A. Rappaporta przy pewnych upraszczających założeniach z zależności opisującej przyrost wartości przedsiębiorstwa obliczanej jako zdyskontowana wartość przepływów pieniężnych przynależnych wszystkim stronom finansującym (FCFF – *free cash flow to firm*). Ekonomiczna wartość dodana (EVA) zdaniem autorów tej koncepcji informuje o tym, o ile zmieniła się wartość przedsiębiorstwa w danym okresie. Więcej na ten temat m.in. w: (Nowicki 2008: 168–176; Stewart 1991: 137; Nowicki 2007: 365–377).

<sup>18</sup> Więcej informacji na temat poszczególnych mierników znaleźć można m.in. w: (Rappaport 1999; Stewart 1991; Ehrbar 2000; Madden 1999; Ottosson i Weissenrieder 1996).

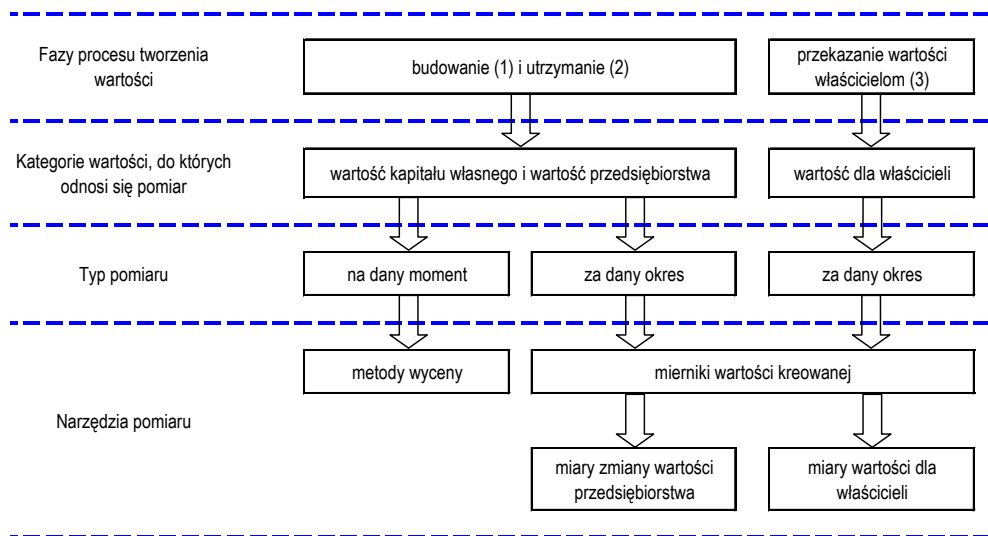
<sup>19</sup> Z perspektywy celu przedsiębiorstwa, sformułowanego jako zwiększanie wartości dla właścicieli, miary zmiany wartości przedsiębiorstwa nie są bezwartościowe, ponieważ zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest warunkiem koniecznym zwiększania wartości dla właścicieli w długim okresie.

<sup>20</sup> Więcej informacji na temat tych mierników znaleźć można m.in. w: (Michalski 2001: 110; Fernandez 2001; Fernandez, Reinoso 2001).



np. mniejszościowy akcjonariusz spółki niewypłacającej dywidendy może nie mieć okazji realizacji wartości wypracowanej przez spółkę tak długo, jak długo chce pozostać właścicielem tej spółki. Może się bowiem okazać, że jedynym sposobem realizacji wartości będzie sprzedaż akcji tej spółki, co równoznaczne jest z jednej strony z realizacją zysku kapitałowego uzyskanego dzięki przyrostowi wartości kapitału własnego, a z drugiej strony – z wyzbyciem się własności.

Mierniki wartości kreowanej są natomiast miarami strumieniowymi. Wielkość miernika określa bowiem wynik za dany okres<sup>21</sup>. Miary zmiany wartości przedsiębiorstwa odnoszą się do pierwszej i drugiej fazy procesu tworzenia wartości, próbując uchwycić aspekt strumieniowy dotyczący zmian wartości kapitału własnego bądź wartości przedsiębiorstwa. Natomiast miary wytworzonej wartości dla właścicieli odnoszą się do trzeciej fazy, tj. do przekazania wartości właścicielom (realizacji wartości). O ile miary zmiany wartości przedsiębiorstwa mówią, jak zmieniła się wartość przedsiębiorstwa w danym okresie, o tyle miary wytworzonej wartości dla właścicieli informują o zwiększaniu bądź zmniejszaniu ich bogactwa. Relacje pomiędzy poszczególnymi miarami w odniesieniu do poszczególnych faz procesu tworzenia wartości oraz kategorii wartości podlegającej pomiarowi zaprezentowano na rysunku 1.



**Rysunek 1.** Relacje między różnymi narzędziami pomiaru wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość

Źródło: opracowanie własne.

<sup>21</sup> W tym sensie uzupełnieniem metod wyceny, tak jak uzupełnieniem i rozwinięciem bilansu (dane zasobowe) jest rachunek zysków i strat (dane strumieniowe).

## Uwagi końcowe

W opracowaniu dokonano usystematyzowania poszczególnych narzędzi służących do pomiaru wartości w ramach koncepcji zarządzania przez wartość. Dla właściwego przeprowadzenia pomiaru wartości kluczowe jest właściwe zdefiniowanie kategorii wartości, która ma być poddana analizie, odpowiedź na pytanie, co właściwie chce się zmierzyć oraz odniesienie odpowiedzi na to pytanie do konkretnej fazy procesu tworzenia wartości.

Uzyskany schemat relacji pomiędzy poszczególnymi narzędziami wykorzystywanymi do pomiaru wartości ma pomóc w lepszym zrozumieniu zagadnień związanych z wyceną przedsiębiorstwa i stosowaniem systemów zarządzania opartych na miernikach wartości kreowanej. Schemat ten można oczywiście rozwijać, dodając różnego rodzaju typologie metod wyceny czy mierników wartości kreowanej. Jednak główny szkielet relacji zaprezentowany w opracowaniu pozostaje kluczowy dla właściwego zrozumienia, dlaczego dane narzędzia pomiaru wartości się stosuje, biorąc pod uwagę kategorię wartości poddawanej analizie oraz odniesienie pomiaru do konkretnej fazy procesu tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo.

## Literatura

- Black A., Wright Ph., Bachman J.E., Davies J. (2000), *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (1997), *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa.
- Dudycz T. (2005), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Ehrbar A. (2000), *EVA – strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa.
- Fernandez P. (2001), *Definition of Shareholder Value Creation*, SSRN Working Paper, <http://papers.ssrn.com> (27.03.2014).
- Fernandez P., Reinoso L. (2001), *Shareholder Value Creators and Shareholder Value Destroyers in USA. Year 2001*, Research Paper nr 485, <http://papers.ssrn.com> (27.03.2014).
- Jaki A. (2006), *Wycena przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Jaki A., Rojek T. (2000), *Zorientowanie na wartość jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa*, „Materiały, Konferencje”, nr 49, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.
- Kamela-Sowińska A. (2006), *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Rachunkowości, Poznań.
- Kaplan R.S., Norton D.P. (2002), *Strategiczna karta wyników*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Knight J.A. (1998), *Value Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, McGraw-Hill, New York.
- Kossecki P. (2008), *Wycena i budowanie wartości przedsiębiorstw internetowych*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa.
- Madden B.J. (1999), *CFROI™ Valuation. A Total System Approach to Valuing the Firm*, Butterworth Heinemann, Oxford.
- Marcinkowska M. (2000), *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Martin J.D., Petty J.W. (2000), *Value-Based Management. The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press, Boston.
- Michalski M. (2001), *Zarządzanie przez wartość*, WIG-Press, Warszawa.
- Morin R.A., Jarrell S.L. (2001), *Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth*, McGraw-Hill, New York.
- Myers R. (1996), *Metric Wars*, CFO – The Magazine for Senior Financial Executives, October (vol. 12).
- Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.

- Nowicki J. (2007), *Ekonomiczna wartość dodana i „granie” kapitałem zainwestowanym*, w: *Problemy współczesnej analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Nowicki J. (2008), *Wartość dodana dla akcjonariuszy (SVA) jako miernik w nurcie zarządzania przez wartość (VBM)*, w: *Współczesne problemy analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa*, red. S. Wrzosek, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Ottosson E., Weissenrieder F. (1996), *Cash Value Added – a New Method for Measuring Financial Performance*, Working Paper, Study No. 1996: 1, <http://papers.ssrn.com> (27.03.2014).
- Pluta W. (2009), *Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach*, PWE, Warszawa.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.
- Stewart G.B. (1991), *The Quest for Value. A Guide for Senior Managers*, HarperBusiness, New York.
- Szablewski A. (2000), *Zarządzanie wartością firmy. Istota i kierunki ewolucji*, w: *Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, red. A. Szablewski, Poltext, Warszawa.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Young S.D., O'Byrne S.F. (2001), *EVA and Value-Based Management. A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill.
- Zarzecki D. (1999), *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.

#### SYSTEMATICS OF VALUE MEASUREMENT TOOLS USED IN VALUE-BASED MANAGEMENT

**Abstract:** *Purpose* – The purpose of the study is to determine the relationship between the different value measurement tools used in value-based management, as well as to systematize different methods. In particular, the aim of the author is to determine the relationship between corporate valuation methods and value creation metrics, such as economic profit, EVA, SVA or CVA, especially in relation to the three-phase process of value creation as well as to exact category of value to be measured. The study is supposed to fulfill the organizing and systematizing function.

*Design/methodology/approach* – The study has rather a methodical character, as it focuses on the proper understanding of the value measurement methods used in value-based management. The study uses methods of analysis, synthesis and comparisons (including critical analysis of literature), as well as reasoning by analogy.

*Findings* – The result of the study is determining the relationship between the various value measurement tools used for different reasons from the owners' perspective, with respect to a three-phase value creation process and the various categories of value being measured. The result of analysis is presented schematically in Figure 1.

*Originality/value* – The originality of the study lies in the systematization of value measurement methods used for different purposes in value-based management in relation to the different phases of the value creation process as well as to various categories of value to be measured.

**Keywords:** measuring the corporate value, methods of business valuation, creating shareholder value, value creation metrics, measures of corporate value change, shareholders value metrics, value creation process

#### Cytowanie

- Nowicki J. (2014), *Systematyka metod pomiaru wartości w ramach zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 589–599; [www.wneiz.pl/ffwu](http://www.wneiz.pl/ffwu).