

Małgorzata Ciepiewska*

WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA DLA AKCJONARIUSZY THE STAKEHOLDERS VALUE OF THE COMPANY

Summary

The article takes value maximization as a main goal of the company. Adaptation of management methods focusing of building shareholders' value by American enterprises resulted in the growth their competitiveness on the global market. Realization of this purpose is not contradicted with superior objective of these organizations. In this way in the practice of enterprises' have been appeared Value Based Management concept.

1. Uwagi wstępne

Literatura przedmiotu podkreśla, że głównym celem, jaki stawia przed sobą przedsiębiorstwo jest maksymalizacja jego wartości. W związku z tak postawionym celem wszelkie działania podejmowane w przedsiębiorstwie powinny prowadzić do wzrostu jego wartości.

Charakteryzując procesy wyceny przedsiębiorstw, jak i ich wewnętrzną strukturę wraz z kształtującymi je uwarunkowaniami, należy wskazać na wniośki mające źródło w naturze wartości przedsiębiorstwa, stanowiącego szczególnego rodzaju obiekt wartościowania. Traktowanie maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako celu jego funkcjonowania sprawia, że generowana wartość podmiotu staje się wyznacznikiem wszystkich jego działań. Konsekwencją takiego podejścia jest analizowanie wszystkich zasobów i procesów zachodzących między nimi pod kątem efektywności i kreowania wartości. Podstawowym długookresowym celem przedsiębiorstwa staje się zatem maksymalizacja finansowych korzyści właścicieli – czyli maksymalizacja wartości podmiotu. Zarządzanie zasobami przedsiębiorstwa powinno odbywać się w taki sposób, by wzrost ich wartości był znaczący w porównaniu do zarządzania nimi w inny

* mgr, Wydział Zamiejscowy w Tarnowie, Wyższa Szkoła Biznesu – National-Louis University, Nowy Sącz

sposób. Celem artykułu jest zatem przedstawienie wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy jako syntetycznego miernika efektywności podmiotu.

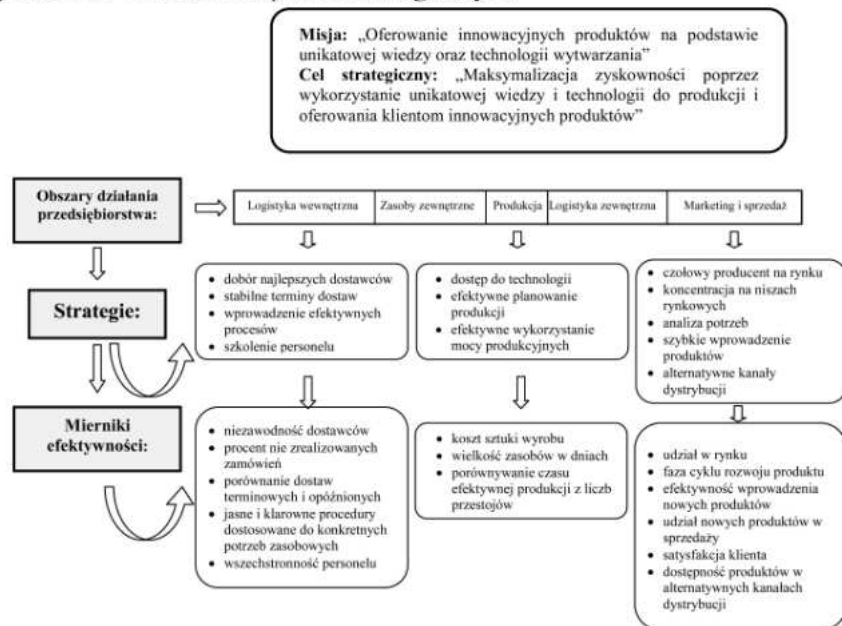
2. Tworzenie wartości w przedsiębiorstwie

Kreację wartości przedsiębiorstwa można rozumieć jako generowanie przez nie zysku ekonomicznego. Tworzenie wartości w przedsiębiorstwie to proces, na który wpływa kilka elementów:

- umiejętnie połączenie misji organizacji, celów strategicznych oraz strategii i taktyki działania,
- zaangażowanie wszystkich poziomów zarządzania przedsiębiorstwem w skali działań makro- i mikroorganizacji,
- efektywne połączenie cech jakościowych i materialnych (ilościowych), stanowiących o wartości, tj.: strategii działania oraz finansów przedsiębiorstwa [Nogalski, Bors 2000].

Rysunek 1 prezentuje syntezę misji, celów oraz strategii funkcjonowania przedsiębiorstwa, uwzględnia jednocześnie jakościowe i ilościowe postrzeganie problemu wartości łącznie z miernikami realizacji celów przy założonej strategii działania.

Rysunek 1. Wartość w aspekcie strategicznym



Źródło: B. Nogalski, Katarzyna Bors, *Zarządzanie przez wartość*, „Przegląd Organizacji” 4/2000

Efektywne połączenie cech niematerialnych i materialnych stanowiących o wartości przedsiębiorstwa, tj.: strategii działania oraz finansów stanowi narzędzie realizacji misji oraz celów strategicznych. Realizacja strategii wymaga podjęcia określonych działań na płaszczyźnie zarządu oraz na płaszczyźnie operacyjnej.

Zdefiniowanie strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa - z elementami ilościowymi, mierzalnymi w aspekcie finansów, stanowi o dochodowości przedsiębiorstwa oraz jego zyskowności w długim okresie.

Jednym z głównych celów organizacji jest realizacja określonej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału, poprawa rentowności oraz zapewnienie takiego wyniku finansowego, aby stanowił on podstawę przyszłych inwestycji oraz wkonsekwencji był gwarancją dopływu kapitału od inwestorów/akcjonariuszy.

3. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa

Maksymalizowanie wartości przedsiębiorstwa to proces zarządzania, który koncentruje swoją uwagę na kluczowych czynnikach tworzenia wartości. Można zatem powiedzieć, że celem przedsiębiorstwa jest nakreślony stan zdarzeń (zmiennych), które pragnie uzyskać podmiot, a więc zmienna (zmienne) ekonomiczna, dotycząca jego działalności, będąca przedmiotem zainteresowania grup interesu (kierownictwa), a tym samym podstawowym kryterium podejmowania decyzji i sposobu postępowania [Janasz 2003].

Korzyści właścicieli przedsiębiorstwa w ujęciu długookresowym wiążą się z pomnażaniem wartości zainwestowanego kapitału. Bezpośrednim zaś odzwierciedleniem jego wartości jest rynkowa wartość przedsiębiorstwa, w które został zaangażowany, która to wartość w sposób bezpośredni kształtuje poziom tzw. „wartości dla akcjonariuszy”. W tym miejscu należy mieć także pełną świadomość, że niezależnie od prowłaścicielskiej orientacji tak rozumianego celu przedsiębiorstwa, w toku jego realizacji tworzona jest dodatkowa wartość, która może być też dystrybuowana pomiędzy innych interesariuszy (menedżerów, pracowników, kredytobiorców, społeczności lokalnej itp.) [Pernsteiner 2001].

W związku z powyższym rozpatrując maksymalizację wartości przedsiębiorstwa z punktu widzenia celu o charakterze długookresowym nie można zapomnieć o celach częściowych, takich jak:

- maksymalizacja zysku,
- maksymalizacja rentowności,
- utrzymanie płynności finansowej,
- utrzymanie zdolności kredytowej,
- minimalizacja kosztów kapitału,
- optymalizacja struktury kapitałowej,
- racjonalizacja ryzyka [red. Borowiecki, Jaki 2005].

Tabela 1 przedstawia powiązanie celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja jego wartości, z miarami i kluczowymi czynnikami kontroli.

Tabela 1. Powiązanie celu przedsiębiorstwa z miarą funkcjonowania i czynnikami kontroli

Cel	Miara funkcjonowania	Kluczowe czynniki kontroli		
		Finansowe	Operacyjne	Inwestycyjne
Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa	Wartość dla akcjonariuszy	<ul style="list-style-type: none"> • Struktura kapitałowa, • stopa opodatkowania, • koszt kapitału 	<ul style="list-style-type: none"> • Przyrost sprzedaży, • marża operacyjna • przewaga konkurencyjna 	<ul style="list-style-type: none"> • Nakłady inwestycyjne

Źródło: *Zarządzanie wartością firmy*, praca zb. pod red. A.Hermana i A. Szablewskiego, POLTEXT, Warszawa 1999.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest postrzegany jako uniwersalny i wszechstronny miernik efektywności i działań podejmowanych w przedsiębiorstwie, który występując w roli celu nadrzędnego w sposób wszechstronny sprzyja maksymalizacji korzyści właścicieli kapitału [red. Borowiecki, Jaki 2005].

Dążenie do omawianego celu nadrzędnego budzi pewne kontrowersje i wątpliwości, u podstaw których przedstawia się dwa modele funkcjonowania przedsiębiorstwa:

- amerykańsko – brytyjski, oparty na liberalnym podejściu do gospodarki z prymatem interesów inwestorów i akcjonariuszy, czyli konsekwentnym dążeniem do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy,
- europejski – zmierzający do zapewnienia równowagi między podstawowymi grupami interesów spółce kapitałowej: akcjonariuszami, klientami, pracownikami, dostawcami, kredytobiorcami i społeczeństwem jako całością.

Argumentów potwierdzających zasadność traktowania maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako podstawowego celu gospodarowania jest wiele.

Zasadność prymatu interesu akcjonariuszy potwierdza między innymi fakt, iż kreowana przez spółkę wartość dla akcjonariuszy jest najlepszym z mierników oceny jej działalności [Rappaport 1999], umożliwia także porównywanie wielkich, średnich i małych przedsiębiorstw.

4. Wartość dla akcjonariuszy

Jak już wspomniano w gospodarce rynkowej rozwój i przetrwanie traktowane są jako ogólne cele, jakie stawia przed sobą podmiot gospodarujący. Natomiast jako cel nadrzędny traktuje się maksymalizację wartości przedsiębiorstwa.

Cel ten stanowi zatem formułę kwantyfikacji innego, ogólniejszego celu przedsiębiorstwa, jakim jest rozwój [Jaki 2005].

Maksymalizacja zysków jest celem samym w sobie, jednakże warto zwrócić uwagę na fakt, iż nie można go realizować bez uwzględnienia korzyści podmiotów związanych z danym przedsiębiorstwem.

Jak już wspomniano maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa traktowana jest jako cel o charakterze długookresowym, silnie ukierunkowanym na właścicieli przedsiębiorstwa, którzy:

- zainwestowali swój kapitał w określone przedsiębiorstwo, rezygnując ponadto z innych możliwości wykorzystania tego kapitału,
- podjęli związane z tą inwestycją ryzyko,
- oczekują zatem wymiernych korzyści finansowych [Jaki 2005].

Rozwój przedsiębiorstwa ujawnia się przede wszystkim w zmianie jego funkcjonowania, we wzroście rozumienia tego, co się obecnie dzieje z nim i w jego otoczeniu, oraz we wzroście satysfakcji pracowników w firmie i ludzi w jej otoczeniu [Bartnicki 1998].

Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest postrzegany jako swego rodzaju miernik efektywności działań podejmowanych przez podmiot.

Z ekonomicznego punktu widzenia nadrzędnym celem przedsiębiorstwa jest podnoszenie wartości zainwestowanego kapitału. Wydaje się zatem, iż maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest jego podstawowym celem gospodarowania. Przedsiębiorstwo mając konkretny cel nie ignoruje interesariuszy [por. Black 2000].

W świetle dotychczasowych rozważań należy przyjąć, iż traktowanie maksymalizacji korzyści finansowych akcjonariuszy jako głównego celu działalności przedsiębiorstwa nie pozostaje w sprzeczności z celami pozostałych interesariuszy.

Wzrost wartości dla właścicieli warunkuje wzrost wartości dla pozostałych interesariuszy. Co więcej, jeżeli przedsiębiorstwo nie zadba o zapewnienie odpowiednich korzyści dostawcy kapitału, nie może oczekiwać zaspokojenia wszystkich grup interesów. Spółki, które nie uzyskują odpowiedniego poziomu zwrotu kapitału, narażają się na utratę perspektyw rozwoju, ściśle związanych z odpływem kapitału do innych przedsiębiorstw.

W związku z powyższym kreowana przez spółkę wartość dla akcjonariuszy to najlepszy miernik oceny jej działalności.

Kolejnym argumentem przemawiającym za uznaniem prymatu akcjonariuszy za nadrzędny jest fakt, że korzystają oni z wytworzonej wartości jako ostatnia z grup interesu: po pracownikach (wynagradzanych za pracę), dostawcach (opłacanych za dostarczone surowce, materiały czy urządzenia), pożyczkodawcach (uzyskujących spłatę odsetek i udzielonych pożyczek oraz kredytów), władzach lokalnych i centralnych (pobierających należne opłaty i podatki) [red. Szablewski 2005].

Los przedsiębiorstwa w długim okresie zależy od relacji finansowych ze wszystkimi osobami i podmiotami związanymi z przedsiębiorstwem. W celu zaspokojenia roszczeń interesariuszy kierownictwo musi generować gotówkę, utrzymując odpowiedni poziom działania przedsiębiorstwa. Koncentrowanie się na przepływach gotówki w długim okresie stanowi treść modelu polityki zwiększenia wartości dla akcjonariuszy [Dudycz 2001].

Relacje pomiędzy grupami interesu w modelu kreowania wartości przedsiębiorstwa stanowią układ swoistej równowagi pomiędzy zróżnicowanymi i często sprzecznymi celami uczestników procesu:

- Akcjonariusze – wywierają presję na maksymalizację dochodów, poprzez wzrost wartości przedsiębiorstwa.
- Menedżerowie – w zależności od stopnia partycypacji w procesie zarządzania organizacją z różnym zaangażowaniem podchodzą do kwestii generowania wartości.
- Pracownicy – realizują funkcje wykonawcze; w najmniejszym stopniu zainteresowani są generowaniem zysku dla akcjonariuszy.

Jak już wspomniano, przyjęcie za nadrzędny cel działalności przedsiębiorstwa maksymalizacji korzyści finansowych akcjonariuszy nie pozostaje w sprzeczności z interesem pozostałych grup zainteresowanych. Jeżeli bowiem dostawcy kapitału nie będą mieć zapewnionych stosunkowo wysokich korzyści, nie będą mogli zrealizować postulatów innych grup interesariuszy.

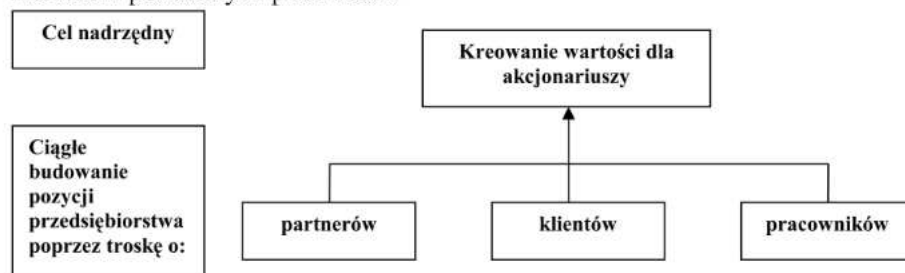
Warto zatem podkreślić, iż dobre relacje z akcjonariuszami mogą być zaczątkiem dla pozyskania nowych projektów, co może prowadzić do rozwoju przedsiębiorstwa. Natomiast dobre relacje z dostawcami czy klientami umożliwiają realizację nowych przedsięwzięć w przedsiębiorstwie. Dzięki pracownikom można liczyć na kluczowych dla podmiotu współpracowników. Wszystkie te relacje wpływają na budowanie wartości przedsiębiorstwa dla różnych grup interesów.

Reasumując, maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest celem konkretnym, zorientowanym na przyszłość, pragmatycznym, którego realizacja w sposób najwyższy motywuje kierownictwo do podejmowania lepszych decyzji strategicznych. Jest to jednocześnie najbardziej wymagający cel, jaki może być obrany przez zarządzających [Marcinkowska 2000].

W zarządzaniu ukierunkowanym na tworzenie maksymalnych korzyści dla właścicieli stosuje się narzędzia i procesy skupiające pojedyncze obiekty organizacji do tworzenia wartości dla akcjonariuszy. W koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa decyzje strategiczne łączą się z decyzjami operacyjnymi. VBM (Value Based Management) podporządkowuje wszystkie działania maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa, skupiając proces decyzyjny na czynnikach kształtujących wartość.

Proces ten dostarcza wszystkim pracownikom środki i sposoby maksymalizowania wartości, będącej wkładem do całkowitej wartości przedsiębiorstwa. Wynikiem takich działań jest strukturyzacja przedsiębiorstwa, pozwalająca na wytworzenie maksymalnej wartości. W zamian każdy pracownik zostaje wynagrodzony w stosunku do wkładu do wartości przedsiębiorstwa [Brohawn].

Rysunek 2. Zależność pomiędzy wartością dla właścicieli przedsiębiorstwa a interesem pozostałych podmiotów



Źródło: A Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.

Dotychczasowe rozważania potwierdzają, iż cel działalności przedsiębiorstwa związany jest z rozwojem, który warunkowany jest przez wzrost wartości przedsiębiorstwa. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jako podstawowy cel funkcjonowania podmiotu, chociaż nie jedyny, zyskuje w literaturze przedmiotu coraz więcej zwolenników. Osiągnięcie tego celu mogą umożliwić różne modele; niezbędne jest też wypracowanie odpowiedniego instrumentarium. Przyjęty cel gospodarowania może wywoływać wiele kontrowersji, co wypływa z podejścia do poszczególnych grup interesów lub czynników środowiskowych [Marcinkowska 2000]. Należy zatem w tym miejscu przypomnieć, że w toku realizacji tego podstawowego celu przedsiębiorstwa jest wytwarzana wartość, która może być dystrybuowana pomiędzy innych interesariuszy.

W związku z powyższym niezbędnym stało się poszukiwanie instrumentów, które pozwoliłyby integrować cele grup interesu. Instrumentem łączącym strategię przedsiębiorstwa z jego wynikami finansowymi jest koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

5. Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa zdeterminowana jest przewidywanymi w przyszłości przepływami środków pieniężnych i rośnie tylko wówczas, gdy stopa zwrotu z inwestycji przewyższa koszt kapitału [Dudycz 2005].

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa łączy ze sobą pięć głównych procesów zarządzania: cele, strategie, miary, procesy i decyzje operacyjne.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa dąży do przekształcenia przedsiębiorstwa w organizację o zwiększonej liczbie mechanizmów, które pozwalają na dostarczenie wyższej wartości dla klienta, generowanie większego bogactwa dla pracowników oraz właścicieli [<http://www.cesj.org>]. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest zatem integracyjnym procesem zaprojektowanym tak, aby poprzez koncentrację na kluczowych czynnikach wartości usprawnić proces podejmowania decyzji strategicznych i operacyjnych. Polega na takim zarządzaniu rzeczywistością gospodarczą, aby finansowy obraz przedsiębiorstwa stanowiący podstawę jego wyceny przez rynki kapitałowe, był jak najlepszy. W przedsiębiorstwie realizującym tę koncepcję, procesy zarządzania takie jak planowanie i pomiar wyników dostarczają kierownictwu informacji niezbędnych do podejmowania decyzji zwiększających wartość przedsiębiorstwa. Dzięki tej koncepcji poprawia się sprawność organizacyjna przedsiębiorstwa przez wykorzystywanie precyzyjnego i jednoznacznego miernika efektywności, jakim jest wartość [Dudycz 2002]. Elementem kluczowym w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa jest pomiar efektywności przedsiębiorstwa w zakresie kreowanej wartości. W omawianej metodzie w celu oceny efektywności używa się typowych stóp zwrotu, jak i mierników finansowych bazujących na wartości.

6. Ekonomiczna wartość dodana (EVA) i kreacja wartości dla akcjonariuszy

W kontekście koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa podstawowe kryterium oceny okresowych wyników powinna stanowić zdolność przedsiębiorstwa do zapewnienia właścicielom ponadprzeciętnych stóp zwrotu [Cwynar, Cwynar 2002]. W przedsiębiorstwach, których celem jest pomnażanie wartości, najbardziej odpowiednią miarą osiągniętych wyników jest miara tworzenia wartości dla akcjonariuszy.

Miernikami najpełniej dokonującymi pomiaru i kreowania wartości przedsiębiorstwa są mierniki rynkowe. Pozwalają one dokonać pomiaru z punktu widzenia:

- wewnętrznej efektywności przedsiębiorstwa – EVA (Economic Value Addend), EVC (Excess Value Created) oraz SVA (Shareholder Value Addend) ; mierniki te spełniają rolę stymulatora wartości,

- zewnętrznej efektywności, tzn. zweryfikowanej przez rynek kapitałowy – MVA (Market Value Addend) [zob. Jaki 2005].

Powyższe metody różnią się sposobem wyceny nakładów, efektów, kosztów kapitału oraz uwzględnieniem ryzyka.

Maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa, czyli maksymalizacja korzyści właścicieli z majątku zaangażowanego w przedsiębiorstwie, jest celem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Ekonomiczna wartość dodana zwiększa nacisk na wykorzystanie omawianych generatorów wartości:

- zwiększenie zwrotu aktywów operacyjnych bez zaangażowanego dodatkowego kapitału, w drodze uproszczenia procesów,
- inwestycje w projekty, które wygenerują zysk, przewyższający koszt dodatkowego kapitału, czego przykładem są inwestycje w nowe produkty i usługi, wiążące się z przewagą konkurencyjną,
- eliminację zbędnych aktywów nieprodukcyjnych, redukcję poziomu zapasów.

Ekonomiczna wartość dodana jest miernikiem często wykorzystywanym do pomiaru wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy, ponieważ wpływa ona stymulująco na wartość przedsiębiorstwa, posiada przejrzystą konstrukcję i wyraża oczywisty związek z kreacją wartości dla akcjonariuszy. Obliczenie EVA wymaga ustalenia wartości poszczególnych parametrów, np.:

- poziomu kapitału zainwestowanego (IC),
- wartości średniego ważonego kosztu kapitału (WACC),
- zysku operacyjnego netto po opodatkowaniu (NOPAT).

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC$$

EVA uwzględnia koszty finansowania wszystkimi kapitałami. W celu uzyskania wyniku pozbawionego księgowych zafałszowań każdy element poddawany jest odpowiedniej korekcie, co doprowadza do przedstawienia obiektywnego obrazu przedsiębiorstwa. W związku z dokonaniem odpowiednich korekt procedura wyliczeń jest bardziej skomplikowana [zob. Rutkowski 2000].

Ekonomiczna wartość dodana wskazuje na przyrost majątku akcjonariuszy wyższy od minimalnego poziomu progowego, który jest określany stopą zwrotu dla właścicieli. Tak więc przy pomocy tej metody można określić wartość, jaka powstaje w przedsiębiorstwie po pokryciu kosztu kapitału.

Należy zauważyć, że w poszczególnych sektorach wagi wspomnianych nośników wartości są zależne od uwarunkowań branży w jakiej funkcjonuje przedsiębiorstwo, a w szczególności od natężenia walki konkurencyjnej w sektorze.

Podsumowując natomiast część dotyczącą ekonomicznej wartości dodanej, należałoby podkreślić, iż model EVA stanowi bardzo przydatny sposób podej-

ścia do wyceny przedsiębiorstw. Szczególnie tych, w których wprowadzono zarządzanie przez wartość, a za podstawowy cel przedsiębiorstwa obrano wówczas kreowanie jego wartości.

Ekonomiczna wartość dodana stanowi zatem użyteczne kryterium oceny firmy. Wskaźnik ten odzwierciedla cel działania przedsiębiorstwa, tj. maksymalizację jego wartości.

Koncepcja EVA może być wykorzystana w wielu obszarach decyzyjnych, np:

- mierzy przyrost majątku właściciela,
- stanowi ocenę wariantów inwestycyjnych,
- w połączeniu z innymi kryteriami oceny (opcje na zakup akcji) służy do budowy systemów wynagradzania kierownictwa firm.

Chcąc kreować wartość dla akcjonariuszy zarządy muszą zrozumieć wagę rynkowych oczekiwań co do przyszłych operacyjnych wyników kierowanych przez nie spółek i nauczyć się te oczekiwania odczytywać. Wysokość stopy zwrotu z kapitału spółki oraz jej EVA oczekiwane przez inwestorów to znakomity, bo najściślej powiązany z kreacją wartości dla akcjonariuszy, poziom odniesienia w ocenie rzeczywistych wyników spółki [Cwynar, Cwynar 2006]. Ekonomiczna wartość dodana to najlepszy ze znanych mierników: oznacza odpowiednie zagospodarowanie kapitału spółki, posiada przewagę nad takimi sposobami oceny wyników spółki, jak: EPS (Earnings per Share) lub ROE (Return on Equity).

Warto podkreślić, iż problemem praktycznym w wyliczaniu EVA jest wycena kosztu kapitału spółki, w tym przede wszystkim wycena kosztu kapitału własnego spółki [Rutkowski, 2000], czyli ustalenie wartości współczynnika „– ryzyka funkcjonowania spółki” oraz dobór instrumentu będącego postawą wyceny stopy zwrotu wolnej od ryzyka.

Pomiar dokonywany za pomocą ekonomicznej wartości dodanej jest utrudniony również w przypadku:

- wysokiej inflacji - niższe są wartości aktywów i kapitałów (zaangażowanych wcześniej),
- przedsiębiorstw mało intensywnie wykorzystujących pewne aktywa, których wartość rynkowa może wzrastać z upływem czasu,
- przedsiębiorstw dokonujących restrukturyzacji czy też przeprowadzających znaczne inwestycje.

7. Uwagi końcowe

Pomiar wartości przedsiębiorstwa jest najbardziej syntetycznym odzwierciedleniem poziomu jego efektywności. Otrzymane wyniki oceny wartości podmiotu dostarczają cennych informacji dla zarządu, wpływających w bardzo

istotny sposób na planowanie rozwoju firmy. Są zatem skutecznym narzędziem pomocnym w realizacji głównego celu przedsiębiorstwa, jakim jest maksymalizacja majątku jego właścicieli [red. Dobija 2005].

Wysokość stopy zwrotu z kapitału spółki oraz jej ekonomiczna wartość dodana, oczekiwane przez inwestorów, powiązane są ściśle z kreacją wartości dla akcjonariuszy oraz oceną rzeczywistych wyników przedsiębiorstwa.

Nie należy jednak zapominać o kwestiach problematycznych czy dyskusyjnych związanych z używaniem tego miernika. W związku z powyższym przy ocenie zmian dynamiki ekonomicznej wartości dodanej należy zbadać i wyjaśnić wzrost lub spadek wartości omawianego miernika.

Interpretacja dominującej dziś wykładni pojęcia „kreacja wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy” prowadzi do następującego wniosku: przysposobienie EVA do pomiaru wartości kreowanej dla akcjonariuszy wymaga ustalenia odpowiedniego układu odniesienia dla oceny wysokości tego miernika. Układem tym są rynkowe oczekiwania co do wysokości EVA spółki w przyszłości.

Literatura

1. Bartnicki M., Kłys R., Stachowicz J., *Kultura organizacyjna przedsiębiorstw*, Ossolineum, Wrocław 1998.
2. Black A., Wright P., Bachman J.E., Davies J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Kształtowanie wyników działalności spółek*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
3. Brohawn D.K., *Value Based Management: A Framework for Equity and Efficiency in the Workplace*.
4. Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej. Koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
5. Cwynar A., Cwynar W., *Kreacja wartości przedsiębiorstwa i metody pomiaru*, (w:) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. Dobiegała – Koronny B, Herman A., Difin, Warszawa 2006.
6. Dudycz T., *Wartość dla akcjonariuszy a wartość wszystkich interesariuszy*, (w:) *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, red. E. Urbańczyk, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.
7. Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, AE, Wrocław 2002.
7. Jaki A., *Pomiar efektywności w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, (w:) *Zarządzanie restrukturyzującą w procesie globalizacji*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Warszawa – Kraków 2005.

8. Janasz W., *Kształtowanie wartości podmiotu gospodarującego*, „Przełąd Organizacji” nr 6, 2003.
9. *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, red. Borowiecki R., ABRYS, Kraków 2005.
10. Nogalski B., Bors K., *Zarządzanie przez wartość*, „Przełąd Organizacji” nr 4, 2000.
11. Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
12. Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 1999.
13. Szablewski A., Tuziemek R., praca zbior.: *Wycena i zarządzanie wartościami firmy*, wyd. Poltext, Warszawa 2005.
14. *Teoria rachunkowości w zarysie*, red. Dobija M., AE, Kraków 2005.
15. *Zarządzanie wartościami firmy*, red. Herman A i Szablewski A, Poltext, Warszawa 1999.
16. *Wertmanagement Ein Instrument zur Steigerung des Unternehmenswertes*, Hrsg. Von H. Pensteirner, Linde Verlag, Wien 2001.

Jerzy Choroszczak*

**NEGATYWNE ASPEKTY WYKORZYSTYWANIA
SEKTOROWEJ POMOCY PUBLICZNEJ
W RESTRUKTURYZACJI GÓRNICTWA
WĘGLA KAMIENNEGO**

**DETRIMENTAL EFFECTS OF USING
SECTORAL STATE AID IN THE RESTRUCTURING
PROCESSES OF THE COAL MINING SECTOR.**

Summary

State aid is a very important instrument of managing change in sensitive sectors. Enterprises in these sectors very often have a difficult financial situation and only with using state aid can these firms realize restructuring. The coal mining sector has an especially hard situation. Hard coal mining has always been an important branch of the Polish economy, but the changes in this sector take long time and generally have a backward and fragmentary character.

The paper describes the rules of using the state aid in the coal mining sector. The main goal of the article is to show how state aid can be the source of detrimental effects in the restructuring processes of the coal mining sector. These effects can be internal and external. The author of the paper tried to give an answer when state aid in mines can bring positive results.

1. Uwagi wstępne

Dla realizacji procesu zarządzania zmianami restrukturyzacyjnymi, długofalowymi i zakrojonymi na szeroką skalę, z jakimi mamy do czynienia w sektorach wrażliwych, takich jak górnictwo węgla kamiennego, niezbędne jest pozyskanie stosunkowo dużych środków finansowych, których niestety podmioty tych sektorów z powodu złej sytuacji finansowej często nie posiadają. Stąd też wręcz koniecznością staje się wsparcie przeprowadzania tych zmian ze strony

* mgr, Katedra Zarządzania, Wyższa Szkoła Biznesu – National-Louis University, Nowy Sącz.