

Dr hab. Kazimierz W. Krupa prof. UR

Zakład Ekonomiki Inwestycji i Zarządzania Strategicznego
Uniwersytet Rzeszowski

Forsite kwantyfikacji wartości rynkowej korporacji¹

WPROWADZENIE

Współczesna doba globalizacji wymaga doskonalenia instrumentów i modeli mierzenia wartości podmiotów gospodarczych. Oczekuje się, że będą one pozbawione już definiowanych błędów oraz pozwolą na zaakceptowanie ich przez Private Equity.

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA) – TRANSMITACJA PROBLEMÓW JEJ KWANTYFIKACJI

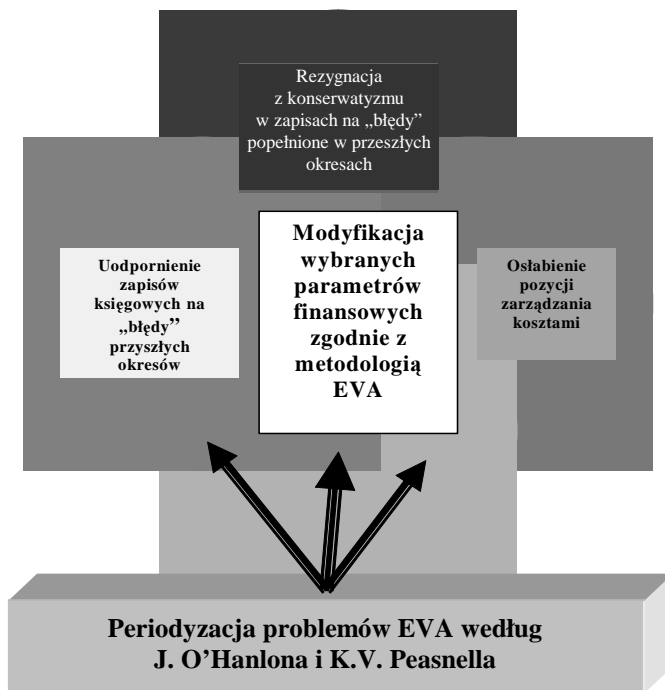
Podstawowe problemy mierzenia wyników firmy zgodnie z Economic Value Added determinowane są zazwyczaj wykorzystywaną metodologią i wynikają z faktu, że zarówno EVA, jak i zapisy księgowe są miarami okresowymi, stąd nie zawierają informacji o przyszłej działalności przedsiębiorstwa. Jednocześnie jeżeli w bieżącym okresie zostanie podjęta decyzja skutkująca wygenerowaniem wartości dodanej, to wartość ta będzie stargetowa dla wyniku obliczonego standingu ekonomicznego podmiotu zorganizowanego, szczególnie aktywnego na rynku giełdowym. Jednak zostanie to zidentyfikowane w okresie powstania tej wartości, czyli już w bieżącym okresie pozytywny skutek forsite decyzji będzie odnotowany w zmianie poziomu EVA. Ponadto, jak potwierdza T. Słoński, w odróżnieniu od zysku ekonomicznego EVA nie wiąże wielkości kapitału zainwestowanego ze zwrotem osiągniętym z tego kapitału.

Z. Mikołaj wskazuje, że różnica pomiędzy „klasycznym” zyskiem ekonomicznym a EVA polega głównie na przyjęciu w celu jej oszacowania specyficznych metod realizacji korekt zapisów księgowych [Hučka, Mikołaj, Ludvík, 2009]. Należy ponadto pamiętać, że przyczyną częstego wprowadzania odmiennych zapisów księgowych dla potrzeb badania poziomu EVA jest kontaminacja wybranych akceleratorów lepszego pomiaru wartości dodanej generowanej w danym okresie obrachunkowym, co wiąże się jednak z akceptacją licznych

¹ Artykuł stanowi rezultat badań realizowanych w ramach KBN ID 92640 N N115 408840
Kapitał intelektualny jako akcelerator rozwoju społeczeństwa informacyjnego

korekt (rys. 1). J. O'Hanlon oraz K. V. Peasnell z Lancaster University – Department of Accounting and Finance przyjmują, że główne grupy korekt związane są z:

- rezygnacją z konserwatyizmu w zapisach księgowych,
- modyfikacją wybranych parametrów finansowych wskazaną w procedurach obliczeniowych zgodnie z metodologią EVA,
- „osłabieniem” pozycji zarządzania kosztami,
- uodpornieniem zapisów księgowych na „błędy” popełnione w przeszłych okresach [O'Hanlon, Peasnel, 2002].



Rysunek 1. Periodyzacja wybranych problemów EVA

Źródło: opracowanie własne.

E. Kislingerova potwierdza, że rezygnacja z tzw. konserwatyizmu zapisów księgowych oznacza, że w przypadku aktywów niematerialnych (takich jak: badania i innowacje, reklama, rozwój narzędzi informatycznych i szkolenia w zakresie high technology), efekty wydatków poniesionych na nie często będą generowane dopiero w przyszłych okresach obliczeniowych, stąd zamiast uwzględniania ich w obecnych zapisach księgowych zaleca się amortyzowanie takich wydatków analogicznie jak aktywa trwałe. Zdaniem Stevena Isberga przykładowe inne znaczące poprawki dotyczą:

- zamiany leasingu operacyjnego na dług,
- rejestracji korekt wynikających ze zmiany sposobu ewidencjonowania niektórych składników majątkowych,
- odmiennego kapitalizowania wydatków na badania i rozwój w przedsiębiorstwie².

Przyjmując metodologię pomiaru EVA, w rzeczywistości wartość rynkowa firmy odzwierciedla wartość obecnych jej aktywów (*asset-in-place*) i wartość bieżącą projektów inwestycyjnych, które będą realizowane w przyszłości. W konsekwencji więc kapitał zainwestowany (w realiach kwantyfikacji wartości rynkowej metodą EVA) jest estymacją wartości rynkowej wyłącznie obecnych aktywów firmy. Wydaje się jednak, że przy szacowaniu wpływu na EVA kapitału aktualnie zainwestowanego, szczególnie w sustensywnym rozwoju, wskazane jest wykorzystanie informacji na temat zdolności lewarowania środków zainwestowanych w przeszłości. Dodatkowo istnieje uzasadnione przekonanie, że im starsze są zapisy księgowe, tym większych korekt należy dokonywać w celu aktualnego szacowania rynkowej wartości kapitału zainwestowanego. Dotyczy to szczególnie firm nowych technologii aktywnych na rynku digital. Algebra Capital potwierdza, że wszelkie niedoszacowania kapitału zainwestowanego zazwyczaj prowadzą do zwiększenia EVA w przyszłych okresach [O’Hanlon, Peasnell, 2004, s. 383–387]. Dotychczasowe doświadczenia światowych firm wskazują również, że zarządy korporacji wynagradzane na podstawie przyrostu EVA nie są zwykle zainteresowane zwiększaniem ROCE (*Return On Capital Employed*) z przyszłych projektów. Zazwyczaj wówczas członkowie CEO i CFO będą promować zwiększanie ROCE³ z zainwestowanego kapitału nawet kosztem Return On Capital Employed z przyszłych inwestycji, bowiem wówczas wzrost EVA jest realizowany skuteczniej. We współczesnych realiach intensywnej presji globalizacji wartość firmy nie zależy jednak zazwyczaj wyłącznie od ROCE, lecz również od stopy dyskonta WACC⁴ (*Weighted Average Cost of Capital*). Wydaje się słuszny wniosek, że w tych realiach określona korporacja może zwiększać wartość EVA w przyszłych okresach przez zwiększanie ROCE nowych projektów inwestycyjnych, jednak istnieje realne ryzyko, iż wartość firmy może się zmniejszyć, jeżeli nowe inwestycje zwiększają wielkość ryzyka (np.

² Kolejne interesujące koncepcje w: [Isberg, Steven, 2009].

³ Szczególnie wówczas, gdy ROCE jest zdefiniowany jak: Return On Capital Employed

$$= \frac{\text{EBIT}}{\text{Total Assets} - \text{Current Liabilities}}$$

⁴ W warunkach polskich obliczany jako: $\text{WACC} = (E/V) \cdot \text{Re} + (D/V) \cdot \text{Rd} \cdot (1 - \text{Tc})$

gdzie: Re = koszt kapitału własnego, Rd = koszt długu, E = wartość rynkowa firmy, D = wartość rynkowa długu, V = E + D, E/V = procentowy udział kapitału własnego, D/V = procentowy udział długu, Tc = podatek dochodowy dla firm.

operacyjnego) i tym samym zwiększają WACC w relacji do Capital Asset Pricing Model (CAPM), o czym przekonuje Eugene Francis Fama⁵ [Fama 2002, pp. 1–33].

J.R. Ritter⁶ i R.S. Warr⁷ w swoim oryginalnym modelu wskazują, że klasyczna metodologia obliczania EVA wprowadza jeszcze więcej subiektywizmu przy dokonywaniu zapisów księgowych, niż powszechnie przyjęty standard rachunkowości, bowiem:

- po decyzji o amortyzacji wydatków szkoleniowych określamy obligatoryjnie tryb ustalania odpisów amortyzacyjnych z tych wydatków oraz okresy ich zapisów w księgach finansowych,
- definiujemy metodologię rozpoznania i korekty specjalnych i nadzwyczajnych przychodów osiąganych przez przedsiębiorstwo, w tym okresowe rezygnowanie lub nie z prowizji,
- zmuszeni jesteśmy do zbudowania nowego oryginalnego modelu szacowania korekt kwot generowanych w konsekwencji zmiany sposobu ewidencjonowania zapasów [Ritter, Warr, 2002, *The Decline...*].

J.F. O'Hanlon i K.V. Peasnell po analizie typowych zmian rekomendowanych dla potrzeb poprawności obliczeń EVA stwierdzają, że różne rodzaje korekt księgowych proponowane przez J. Sterna, B. Stewarta i D. Chewa w artykule *The EVA Financial Management System* [Stern, Stewart, Chewa, 1995] są w gruncie rzeczy generalnie tworzone *ad hoc* i nie jest do końca jasne czy pasują one do siebie. W tym stanie rzeczy formułują tezę, że nawet po naniesieniu wieloaspektowych i alternatywnych korekt dodatnie EVA nie musi oznaczać pozytywnej oceny działalności jej CEO i Zarządu, a EVA ujemne, że wartość rynkowa korporacji jest zmniejszana w czasie.

WYCENY SPÓŁEK GIEŁDOWYCH REALIZOWANE PRZEZ PRIVATE EQUITY ORAZ ASPEKTY WIARYGODNOŚCI OBLICZEŃ WARTOŚCI RYNKOWEJ PDMOTÓW AKTYWNYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Typowe koncepcje wyceny wartości spółek kapitałowych akceptowane przez Private Equity (PE) są zazwyczaj połączeniem metod dochodowych oraz porównawczych. Zdaniem B. Bobka koncepcje takie zakładają obliczenia na trzech etapach:

- uwzględnienie wartości spółki portfelowej w momencie dezinwestycji na podstawie metod porównawczych.
- ustalenie wartości bieżącej spółki portfelowej poprzez dyskontowanie oczekiwanej przez fundusz stopą zwrotu.

⁵ Eugene Francis Fama, professor University of Chicago Booth School of Business.

⁶ R.S. Warr, professor Department of Finance University of Florida.

⁷ Jay R. Ritter Cordell, professor of Finance University of Florida.

- obliczenie wymaganego przez fundusz PE udziału w spółce poprzez podzielenie inwestycji początkowej funduszu przez wartość obecną spółki [Прийма, Бовк, 2006].

Zazwyczaj typowy fundusz klasy PE jest zaangażowany w finansowanie wielu projektów rozwoju przedsiębiorstwa. Zasileniowy udział PE wiąże się z reguły z realnymi strumieniami finansowymi (transze współfinansujące lub finansujące inicjatywy biznesowe) co jednocześnie zmniejsza ryzyko działalności przedsiębiorstwa powodowane utratą płynności finansowej. Naturalną konsekwencją procesu dofinansowywania wielu z reguły innowacyjnych inicjatyw biznesowych jest wzrost udziału zaangażowania Funduszu PE (większa liczba objętych przez fundusz udziałów) zgodnie ze wzorem (1):

$$(1) \quad R_i = 1/(1 - d_{i+1})(1 - d_{i+2}) \dots (1 - d_N)$$

Obserwacja rynku inwestycji kapitałowych wskazuje, że zazwyczaj fundusze Private Equity wymagają wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. Jest to determinowane zdaniem zarządów większości z nich głównie:

- prawdopodobieństwem wzrostu zaangażowania finansowego w spółkę portfelową szacowanego nawet na 70–80%, co generuje jednocześnie bardzo szybki przyrost ryzyka,
- ponoszeniem znacznych kosztów związanych z weryfikowaniem możliwości inwestycyjnych kreatywnych projektów zainteresowanych podmiotów gospodarczych, bowiem zazwyczaj przeciętnie wybieranych jest jedynie 10 projektów ze 100 analizowanych.

Wysoka stopa zwrotu uwzględnia również to, że analizy finansowe w przedkładanych propozycjach są w znacznej liczbie przypadków zbyt optymistyczne. W takich realiach większość zarządów i CEO PE zamiast dyskutować na temat każdego z założeń i dochodzić do konsensusu, czyli rozsądnych wartości dyskontują ten „optymizm” zwiększoną stopą zwrotu. Jednak w żadnym przypadku duża niepewność nie powinna prowadzić do sporządzania tzw. zgrubnych szacunków wartości przedsięwzięcia i spółki.

K.V. Peasnell, P.F. Pope oraz S.E. Young zoperacjonalizowali najczęściej spotykane opinie w zakresie wiarygodności kwantyfikacji wartości rynkowej podmiotów gospodarczych. Pierwsza z nich przyjmuje, że *wycena jest obiektywna ponieważ modele pomiaru wartości rynkowej korporacji są modelami ilościowymi*. Należy jednak pamiętać, że każda wycena, szczególnie korporacji aktywnych na rynku globalnym, oparta jest na wielu obligatoryjnie przyjętych subiektywnych szacunkach, a ich całkowite wyeliminowanie, zdaniem licznych ekspertów, jest niemożliwe. S. Panchyshyn potwierdza, że ograniczenie subiektywizmu jest możliwe jedynie w pewnym zakresie poprzez nie uwzględnianie publicznych opinii na temat wartości w wycenie przedsiębiorstwa oraz niezależnienie wynagrodzenia analityków realizujących wyceny od rezultatów wyceny.

Druga często spotykana opinia stwierdza, że *poprawnie przygotowana i dobrze wykonana wycena jest ponadczasowa*. Polemizując z nią należy pamiętać, że podczas realizacji wyceny wykorzystuje się głównie zazwyczaj aktualne, realne dane przedsiębiorstwa oraz wybrane sygnały płynące z rynku. Zawsze są one jednak zmienne w czasie, szczególnie obecnie w dobie recesji gospodarczej i bardzo mocnej presji globalnej konkurencji. Należy więc akceptować obiektywny fakt, iż wartość przedsiębiorstwa zmienia się wraz z napływem nowych informacji zawartych np. w często aktualizowanych analizach, szacunkach trendów i prognozach. Kolejna opinia przekonuje, że *właściwa wycena wyznacza precyzyjną cenę*. Pamiętać jednak należy, że pojęcie „właściwa wycena” w tym przypadku ma charakter względny, bowiem w wycenach wartości korporacji dopuszcza się wystąpienie błędu między innymi: w szacunkach stóp procentowych oraz poziomach cash flow. Wobec powyższego jest to jednoznaczne, że dopuszcza się również możliwość wystąpienia błędów (które mogą powodować sprzężenia) w końcowym wyniku wyceny. Na niepewność co do ostatecznych wyników wyceny ma wpływ również między innymi:

1. Wykorzystanie w aktywności gospodarczej new technology.
2. Prowadzenie działalności na rynkach wschodzących.
3. Faza cyklu życia sektora lub branży.
4. Etap cyklu życia przedsiębiorstwa.

Kolejna popularna opinia przyjmuje, że *wielkość skomplikowania modelu i algorytmu obliczeniowego wyceny wpływa na polepszenie jej wyników*. K.V. Peasnell oraz T. Słoński stwierdzają jednak, że wszystkie skomplikowane modele kwantyfikacji, szczególnie danych jakościowych, wymagają wprowadzenia większej ilości danych na wejściu, co generuje problemy ich zgodności oraz wystąpienie efektu tzw. czarnej skrzynki.

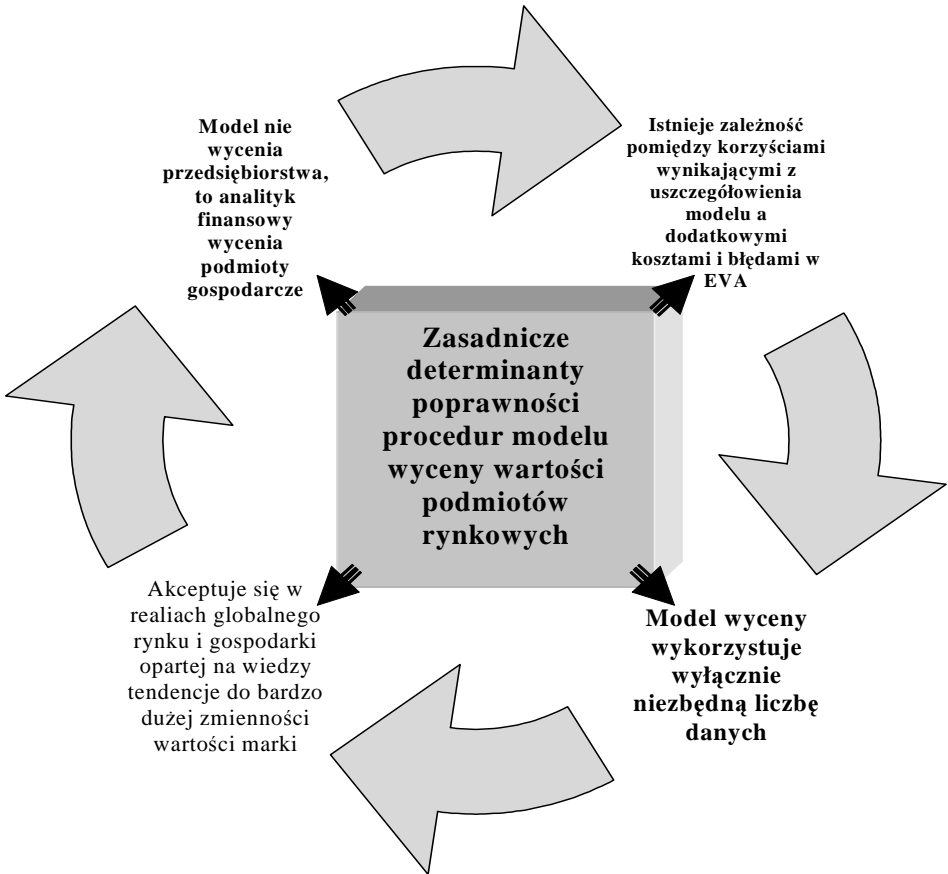
Następna opinia aplikacyjnego wykorzystania EVA przez PE może być przedstawiona jako teza, iż aby odnieść korzyści związane z wyceną przedsiębiorstwa w celach inwestycyjnych rynek musi być nieefektywny. W obecnych realiach otoczenia biznesowego, coraz bardziej wirtualnego, przyjęcie jakichkolwiek skrajnych założeń co do efektywności rynku wydaje się jednak zazwyczaj mocno ryzykowne, często nawet niewłaściwe. Na rynku są bowiem popełniane liczne błędy, a ich szybkie i skuteczne wykrycie wymaga zazwyczaj wyjątkowo dużych umiejętności. W związku z tym można stwierdzić, że jeżeli:

- obliczona wartość rynkowa analizowanej korporacji wygląda zbyt dobrze, aby była prawdziwa to jej wycena jest najprawdopodobniej zła;
- wynik obliczeń znacząco odbiega od wartości rynkowej danego podmiotu gospodarczego, to za punkt wyjścia powinno się przyjąć jego wartość rynkową.

Ostatni problem oceny wiarygodności obliczeń wartości spółek rynkowych dotyczy przekonania, że *wartość końcowa podmiotu gospodarczego ma najistotniejsze znaczenie*, natomiast sam proces wyceny jest mniej nieistotny. Jed-

nak zdaniem T. Słońskiego profesjonalnie prowadzony proces wyceny np. metodą EVA pozwala również na uzyskanie odpowiedzi na kolejne istotne pytania. Wybrane z nich to:

- Jaka jest delta wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa?
- Jaka jest wartość marki przedsiębiorstwa?



Rysunek 2. Zasady poprawności modelu wyceny wartości podmiotów rynkowych

Źródło: opracowanie własne.

- Czy należy koniecznie zwiększyć zwrot z realizowanych projektów?
- Jaki jest wpływ marż zysków PE na wartość spółki kapitałowej aktywnej na rynku finansowym: krajowym i globalnym⁸?

⁸ Więcej kolejnych interesujących koncepcji w: [Peasnell, Pope, Young, 2006, pp. 5–10; Griffin, Landsman, Peasnell, Pope, Yeh, 2006, pp 203–245].

Streszczając współczesne opinie wielu ekspertów badających adekwatność a także poprawność algorytmów kwantyfikacji i stratyfikacji wartości podmiotów rynkowych, można zdefiniować cztery determinanty ich jakości oraz skuteczności:

- Wykorzystują wyłącznie niezbędną liczbę danych do wyceny każdego składnika majątkowego analizowanego podmiotu rynkowego.
- Istnieje zależność pomiędzy korzyściami wynikającymi z uszczegółowienia modelu a dodatkowymi kosztami i błędami w empirycznych szacunkach wartości.
- Żadne nawet najbardziej „inteligentne” i złożone modele kwantyfikacji nie wyceniają przedsiębiorstwa, to tylko profesjonalny analityk finansowy (wykorzystując ściśle zdefiniowany celowo wybrany zestaw narzędzi oraz doświadczenie) wycenia jej wartość rynkową.
- Akceptuje się w realiach globalnego rynku i gospodarki opartej na wiedzy jednoznaczną tendencje do bardzo dużej zmienności wartości marki i jej determinującego wpływu na EVA (rys. 2).

Recesja światowych rynków finansowych zanotowana w końcowych miesiącach 2008 roku wskazuje, co potwierdza również OCRA WORLD WIDE, że charakteryzowany instrument oceny rynkowej Economic Value Added obecnie swoje poznawcze i wyjaśniające zadanie spełnia jednak jedynie w ograniczonym zakresie. Wydaje się więc zasadne poszukiwanie innych kwantyfikatorów, które będą zdolne precyzyjniej „opisywać” współczesną, już w dużym stopniu wirtualną rzeczywistość biznesową wraz z jej wszechstronnymi interakcjami.

PODSUMOWANIE

Wyniki prowadzonych analiz i badań potwierdzają, że pomiar realnej wartości rynkowej podmiotów gospodarczych należy do zadań bardzo skomplikowanych [Kislingerová, 2009]. Krańcowa poprawność uzyskanych rezultatów uzależniona jest od przyjętej metody obliczeń oraz uwzględnienia dostatecznej liczby zmiennych i determinantów, również z świata wirtualnego. Końcowy efekt kwantyfikacji i stratyfikacja powinny być oparte na rzeczywistych danych uzyskanych w trybie online.

LITERATURA

- Bobáková V., Ďurčová J., Farkašová E., Krupa K.W., 2008, *Ekonomía novej ekonomiky v procese globalizácie*. Vydavateľstvo p u. Fakulta manažmentu, Bratislava.
- Babiak M. 2009, *Aspekty filozoficzne przy nakreślanii strategii współpracy transgranicznej*, PSW, Jasło.
- Bałtowski M., Żminda S., 2005, *Sektor nowych prywatnych przedsiębiorstw w gospodarce polskiej – jego geneza i struktura*. Ann. UMCS, Sect. H., Vol. 39, s. 55–67.

- Bałtowski M., 2004, *Instytucjonalne i prawne problemy nadzoru właścicielskiego państwa – rys historyczny i kierunki zmian* [w:] *Zmiany instytucjonalne w polskiej gospodarce rynkowej*, red. A. Noga, Wydaw. Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego. (Kluczowe Problemy Gospodarki), Warszawa, s. 209–229.
- Bojar E. (red.), 2007, *Spoleczna odpowiedzialność w biznesie*. Wydawnictwo Politechniki Lubelskiej, Lublin.
- Bobk B., 2007, *Проблеми Економічної Кибернетики*. Lviv University, Ser. Econ, vol. 16.
- Brigham, E.F., Ehrhardt C.M., 2005, “*Financial Management: Theory and Practice*, 11th Edition.” South-Western.
- Duliniec A., 2006, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa.
- Fama E.F., 2002, *Are the Fama and French Factors Global or Country Specific?* Review of Financial Studies, 15 Spring.
- French K.R., 2002, *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*, “Review of Financial Studies”, 15, Spring.
- French K.R., 2002, *The Equity Premium*, “Journal of Finance”, 57, April.
- French K.R., 2004, *New List: Fundamentals and Survival Rates*, “Journal of Financial Economics”, 72 (August), 229–269.
- French K.R., 2004, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, “Journal of Economic Perspective”, 18, Summer.
- French K.R., 2005, *Financing Decisions: Who Issues Stock?*, “Journal of Financial Economics”, 76, June.
- Gerzema J., Lebar E., 2008, *The Brand Bubble: The Looming Crisis in Brand Value and How to Avoid It*. Wiley & Sons.
- Griffin J.M., 2009, *Are the Fama and French Factors Global or Country-Specific?* University of Texas at Austin – Department of Finance.
- Hučka M., Zdeněk M., Ludvík L., 2009, *Vliv investic a transformace regionu na univerzity*. In: podnikanie a konkurencieschopnosť firiem Bratislava.
- Isberg Steven C., 2009, *Understanding Customer Derivative Risk: A Case Analysis*. Credit & Financial Management Review. January.
- Janik W., 2008, *The Role of Small Enterprises in Poland’s Economic Development*. “Romanian Journal of Regional Science, The Journal of the Romanian Regional Science Association”, vol. 2, no 1.
- Kamela-Sowińska A., 2007, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa.
- Kislingerová E., 2009, *Aktuální situace v podnikové sféře*. In: podnikanie a konkurencieschopnosť firiem Bratislava.
- Krupa K.W., 2009, *Ekonomiczne narzędzia gospodarki opartej na technologii cyfrowej*, I tom 322 s., II tom 432 s., UR, Rzeszów.
- Krupa K.W., 2009, *TBESM nowej ekonomii⁹*. Bui „mikro-serve”, Warszawa.
- Krupa K.W., 2008, *Aspekty nowej ekonomii społeczeństwa globalnego (konceptje, systemy, metody)*. Cezhraničný výskumný ústav. Económická fakulta. Žilina, Słowacja, tom I i II, 467 i 475 s.
- Krupa K.W., 2007, *Dilemmas New Economy. Methodology, Methods, Tools, Case*. Tib, ekonómická fakulta, Košice, 529 s.

⁹ E’PAPER - <http://fbc.pionier.net.pl/owoc>

- Landsman W.R., Peasnell K.V., Shakespeare C., 2008, *Are asset securitizations sales or loans?*, "Accounting Review", vol. 83(5).
- Landsman W.R., Peasnell K.V., Pope P.F., Yeh S., 2006, *Which approach to accounting for employee stock options best reflects market pricing?*, "Review of Accounting Studies", vol. 11(2–3).
- O'Hanlon J.F., Peasnell K.V., 2004, *Residual income and EVA*, in: *The Blackwell Encyclopedia of Management*, (eds.) C. Argyris, C. L. Cooper, W.H. Starbuck, Blackwell, Oxford, pp. 383–387.
- O'Hanlon, Peasnell, 2002, *Residual Income Valuation: Are Inflation Adjustments Necessary?* SSRN. <http://ssrn.com/abstract=357284> or DOI: 10.2139/ssrn.357284
- Прийма С., Вовк Р., 2006, *Використання нечіткої логіки у прогнозуванні цін [w:] Globalizacja a optymalizacja gospodarowania podmiotów ery cyfrowej (wybrane problemy i aspekty)*, Koszyce–Lwów–Łuck–Rzeszów.
- Panchyshyn S.M., 2005, *Макроекономіка*, Кіїв.
- Peasnell K.V., Pope P. F., Young S. E., 2006, *Do outside directors limit earnings management?*, "Corporate Finance Review", vol. 10(5).
- Peasnell K.V., Pope P.F., Yeh S., 2006, 'Which approach to accounting for employee stock options best reflects market pricing?', *Review of Accounting Studies*, vol. 11(2–3).
- Plevný, M., Žižka, M. 2005, *Modelování a optimalizace v manažerském rozhodování*. 1. vyd. Plzeň: Západočeská univerzita.
- Ritter, J.R., Warr R.S., 2002, *The Biggest Mistakes We Teach*, "Journal of Financial Research".
- Ritter, J.R., Warr R.S., 2002, *The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982–1999*, "Journal of Financial and Quantitative Analysis".
- Skrzypek E., 2001, *Metody i narzędzia doskonalenia zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydaw. UMCS, Lublin.
- Sitko-Lutek A., 2004, *Wpływ znajomości kulturowych uwarunkowań doskonalenia menedżerów na skuteczność procesów organizacyjnego uczenia się [w:] Instrumenty i formy organizacyjne procesów zarządzania w społeczeństwie informacyjnym: konferencja naukowa zorganizowana przez Katedrę Procesu Zarządzania Akademii Ekonomicznej w Krakowie (Krynica, 16–19 IX 2004 r.)*, t. 2, red. A. Stabryła, Wydaw. AE, Kraków, s. 251–260.
- Sitko-Lutek A., 2002, *Charakterystyka podejścia do doskonalenia menedżerów w Wielkiej Brytanii i Niemczech [w:] Future 2000: zarządzanie przyszłością przedsiębiorstwa: materiały z konferencji naukowej, Kazimierz Dolny 29 XI – 1 XII 2002*, red. E. Skrzypek, t. 2, Wydaw. UMCS, Lublin, s. 383–391.
- Sitko-Lutek A., 2001, *Rola kadry kierowniczej w procesie kształtowania kultury uczących się organizacji [w:] Metody i narzędzia doskonalenia zarządzania przedsiębiorstwem*, red. E. Skrzypek, Wydaw. UMCS, Lublin, s. 123–130.
- Tej J., 2005, *Sprava a managment*, Presov.
- Szyska A., Krupa K.W., 2009, *Innowacyjność i innowacje MSP (teoria i praktyka)*, Rzeszów, 266 s.
- Wich U., 2006, *Spójność terytorialna w polskim układzie regionalnym*, Ann. UMCS, Sect. H., vol. 40, s. 15–30.

Wich U., 2002, *Weak regions and the prospect of a United Europe – the case of Lublin voivodship* [w:] *Cities and regions in an enlarging European Union*, ed. R. Domański, Polish Academy of Sciences Committee for Space Economy and Regional Planning, Warszawa, s. 237–255.

Żukowski M., 2004, *Wpływ członkostwa Polski w Unii Europejskiej na możliwości zmiany miejsca w handlu zagranicznym Rosji* [w:] *Stosunki gospodarcze Polska – Rosja w warunkach integracji z Unią Europejską*, red. P. Bożyk, Szkoła Główna Handlowa, Oficyna Wydawnicza, Warszawa, s. 93–112.

www.BAV.pl.

www.thebrandbubble.com/.

Žižka M., 2006, *Ekonomika a řízení podniku*. 1. vyd. Liberec: TU v Liberci.

Žižka M., 2003, *Vybrané statě z operačního výzkumu*. 1. vyd. Liberec: TU v Liberci.

Streszczenie

Aktualna obecnie konieczność wyceny wartości rynkowej przedsiębiorstw funkcjonujących w realiach gospodarki opartej na technologiach informatycznych jest już zazwyczaj akceptowana. Wątpliwości budzą natomiast proponowane kwantyfikatory i złożoność uwzględnianych aspektów, które należy poddać pomiarom w czasie online. Jest to szczególnie ważne w metodologiach EVA i PE.

Forsite Measurement Value Corporation

Summary

EVA is a performance measure and the basis for incentive compensation that drives behavior, making management actions and shareholder needs compatible. It forces managers to act like owners by holding monies at risk that are lost to them if improvements in performance are not sustained. At the crossroads of corporate strategy and finance lies valuation. And in today's economy – whether you're a seasoned manager or a budding business professional – it's essential to excel at measuring, managing, and maximizing shareholder and company value. Valuation, hailed by financial professionals worldwide as the single best guide of its kind, will show you how to do just that and much more.