

mgr Marta Kruk

Wydział Zarządzania, Politechnika Warszawska

Wzrost wartości przedsiębiorstw sektora budowlanego

The increase in the value of companies in the construction sector

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest ocena zdolności przedsiębiorstw budowlanych do kreacji wartości dodanej. Miernikiem wartości dodanej tworzonej przez przedsiębiorstwa jest ekonomiczna wartość dodana EVATM. Jest ona miarą opisującą wzrost lub spadek wartości przedsiębiorstwa w danym okresie. Opracowanie składa się z dwóch części. W pierwszej części artykułu przedstawiono metodykę pomiaru wartości przedsiębiorstwa, zaś w drugiej części wykorzystuje się zaprezentowaną metodykę do określenia wartości wybranych spółek budowlanych. Przedsiębiorstwa budowlane wykazują zdolność do kreacji wartości dodanej w okresach korzystnej koniunktury gospodarczej i giełdowej oraz destrukcję wartości dodanej w okresie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, ekonomiczna wartość dodana, koszt kapitału własnego, koszt kapitału obcego, średni ważony koszt kapitału

Abstract: The purpose of this article is to evaluate the ability of construction companies to the creation of added value. The measure of value added generated by the company is the economic value added EVATM. It is a measure describing the increase or decrease in value of the company during a period. The paper consists of two parts. In the first part, the paper presents the methodology of measuring the value of the company, and in the second part, the methodology used to determine the value of selected construction companies. Construction companies have the ability to create added value in times of favourable economic conditions and the stock exchange and the loss of the value added in a period of economic downturn on the capital market.

Keywords: enterprise value, economic value added, the cost of equity, cost of debt, the weighted average cost of capital

Ekonomiczna wartość dodana EVATM jako miernik wartości przedsiębiorstwa

Celem współczesnego przedsiębiorstwa działającego na rynku jest maksymalizacja jego wartości. Zdefiniowanie wartości przedsiębiorstwa wymaga wyboru miernika będącego podstawą oceny działań podejmowanych przez zarząd. Literatura przedmiotu i praktyka wskazuje kilka metod, na przykład SVA (*Sherholder Value Added*) – wartość dodana dla akcjonariuszy oparta na zdyskontowanych przyszłych przepływach gotówkowych czy CFROI (*Cash Flow Return on Investment*) – metoda szacowania stopy zwrotu z inwestycji bazująca na przepływach gotówkowych. Jednakże największą popularnością

cieszy się EVATM (*Economic Value Added*) – metoda oparta na wartości dodanej, opracowana przez nowojorską firmę doradczą Stern Steward & Co i wprowadzona w 1991 r. przez G.B. Stewarda. Ekonomiczna wartość dodana bazuje na założeniu, że źródłem tworzenia dodatkowej wartości przedsiębiorstwa jest zysk operacyjny po opodatkowaniu przekraczający koszt zainwestowanego kapitału całkowitego. EVATM jest wewnętrzną miarą zdolności przedsiębiorstwa do kreowania wartości dodanej, pozwala określić, czy przedsiębiorstwo tworzy nowy kapitał, czy też marnotrawi kapitał nie dodając nowej wartości ekonomicznej. [M. Siudak, s. 66]. J.M. Stern twierdzi, że „w swej fundamentalnej postaci EVATM jest prostym pojęciem dochodu rezydualnego RI (*Residual Income*) lub zysku ekonomicznego EP (*Economic Profit*). To znaczy, że aby właściciele osiągnęli korzyść, zysk operacyjny firmy musi przewyższać wymaganą przez nich stopę zwrotu (...) równą kosztowi kapitału własnego i obcego” [P. Szczepankowski, s. 143].

Koncepcję zysku ekonomicznego po raz pierwszy przedstawił Alfred Marschall w 1890 roku w swojej książce pt. *Principles of Economics*. A. Marschall definiuje zysk ekonomiczny jako łączne dochody netto pomniejszone o odsetki od zainwestowanego kapitału własnego i obcego. Z kolei J. Dodd i S. Chen twierdzą, że koncepcja zysku rezydualnego po raz pierwszy pojawiła się w literaturze dotyczącej rachunkowości na początku minionego stulecia, zaś w teorii rachunkowości zarządczej w latach sześćdziesiątych XX wieku. W praktyce koncepcja dochodu rezydualnego została po raz pierwszy wykorzystana w General Motors w latach dwudziestych XX w., w Matsushita Electric w latach trzydziestych ubiegłego wieku oraz w General Electric w latach pięćdziesiątych XX w. [B. Nita, s.110]. Niektórzy autorzy korzeni ekonomicznej wartości dodanej doszukują się aż w XIX wieku w dziełach Davida Ricardo, a nawet w XVIII wieku w dziełach Roberta Hamiltona. Obecnie EVATM często zwana jest zyskiem ekonomicznym, z uwagi na problemy związane z prawem znaków towarowych.

Ekonomiczna wartość dodana opisana jest wzorem:

$$EVA^{TM} = EBIT \cdot (1-T) - WACC \cdot IC \quad (1)$$

gdzie:

EBIT – zysk operacyjny przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek,

T – stopa podatku dochodowego od przedsiębiorstw,

IC – zainwestowany kapitał w przedsiębiorstwie,

WACC – średni ważony koszt kapitału.

lub

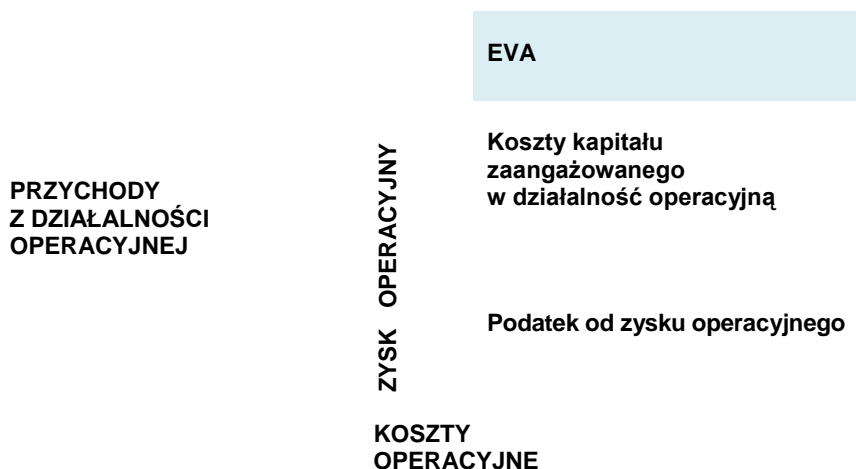
$$EVA^{TM} = NOPAT - WACC \cdot IC \quad (2)$$

gdzie:

NOPAT = *EBIT* • (1-*T*) zysk operacyjny po opodatkowaniu.

Kalkulacja EVATM opiera się na zysku operacyjnym netto (*NOPAT* – *Net Operating Profit After Taxes*). Jest to zysk stanowiący różnicę między przycho-

dami i kosztami o charakterze operacyjnym korygowaną o wielkość płaconego podatku (rys.1).



Rysunek 1. Interpretacja graficzna ekonomicznej wartości dodanej EVA

Źródło: M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 67.

Wykorzystanie zysku operacyjnego netto umożliwia identyfikację wpływu czynników operacyjnych na tworzenie wartości przedsiębiorstwa, pomijając jednocześnie czynniki związane z finansowaniem przedsiębiorstwa oraz skutki zdarzeń nadzwyczajnych. Takie podejście pozwala na określenie rzeczywistego potencjału przedsiębiorstwa wynikającego z działalności podstawowej, zaś EVATM jest wskaźnikiem, który pokazuje efektywność operacyjną przedsiębiorstwa. Jest miarą prezentującą wzrost lub spadek wartości przedsiębiorstwa spowodowany realizacją działań statutowych przedsiębiorstwa [A. Karmańska, s.104].

Wzór EVA można przekształcić do postaci:

$$EVA = IC \cdot \left(\frac{NOPAT}{IC} - WACC \right) = IC \cdot (ROI - WACC) \quad (3)$$

czyli

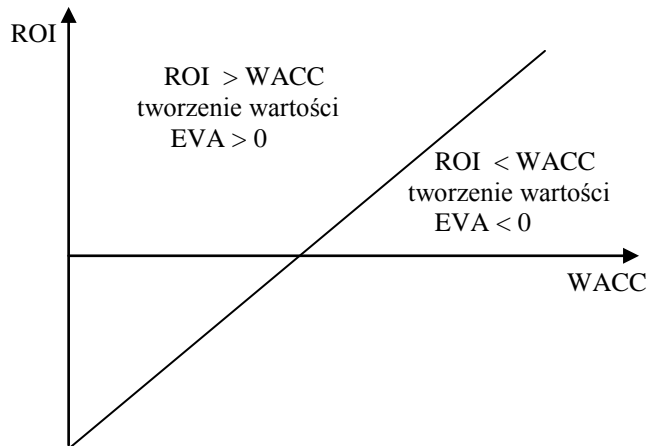
$$EVA = IC \cdot (ROI - WACC) \quad (4)$$

gdzie:

ROI – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Z powyższego wzoru wynika, że EVATM może być alternatywnie wyznaczona jako iloczyn wartości kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa oraz różnicy między uzyskaną z niego stopą zwrotu a kosztem pozyskania i utrzymania tegoż kapitału. W tej postaci EVATM jest przykładem standardowego

miernika efektywności. Różnica między stopą zwrotu z zainwestowanych w przedsiębiorstwo kapitałów a ich kosztem nazywana jest nadwyżką ekonomiczną (*economic surplus*) lub różnicą ekonomiczną (*economic spread*) [Szczepankowski, s.147]. To nadwyżka ekonomiczna jest źródłem tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa. Osiągana jest wówczas, gdy stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału (*ROI*) jest wyższa niż minimalna stopa zwrotu wymagana przez inwestorów, wyrażona za pośrednictwem średniego ważonego kosztu kapitału (*WACC*). Omawianą zależność w sposób graficzny przedstawia rysunek 2.



Rysunek 2. Rentowność kapitału zainwestowanego a zdolność przedsiębiorstwa do tworzenia wartości

Źródło: A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 135.

Analiza nadwyżki ekonomicznej umożliwia ocenę tworzenia warunków wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo kreuje dodatkową wartość od zainwestowanego kapitału jeżeli $ROI > WACC$, wówczas $EVA > 0$. W przeciwnym przypadku, gdy rentowność zaangażowanego kapitału jest niższa od kosztu tegoż kapitału, następuje niszczenie wartości przedsiębiorstwa (tab. 1).

Tabela 1. Nadwyżka ekonomiczna a tworzenie wartości przedsiębiorstwa

$ROI > WACC$	$EVATM > 0$	Kreowanie wartości przedsiębiorstwa
$ROI = WACC$	$EVATM = 0$	Utrzymanie wartości przedsiębiorstwa
$ROI < WACC$	$EVATM < 0$	Obniżanie wartości przedsiębiorstwa

Źródło: P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 147.

Kalkulacja ekonomicznej wartości dodanej wymaga zdefiniowania trzech elementów:

- zysku operacyjnego po opodatkowaniu,
- wielkości kapitału zainwestowanego,
- średniego ważonego kosztu kapitału.

Wartość zysku operacyjnego oraz kapitału zainwestowanego można ustalić stosując dwa podejścia: podejście finansowe lub podejście operacyjne [A. Karmańska, s. 109]. W zakresie zysku operacyjnego punktem wyjścia przy podejściu finansowym jest zysk netto z rachunku zysków i strat, który korygowany jest o wynik na działalności pozaoperacyjnej oraz podatek od wyniku na działalności pozaoperacyjnej, co przedstawia formuła:

$$\text{NOPAT} = \text{zysk netto} - \text{wynik na działalności pozaoperacyjnej} + \text{podatek od wyniku na działalności pozaoperacyjnej}$$

Stosując podejście operacyjne, NOPAT to zysk operacyjny EBIT z rachunku zysków i strat pomniejszony o podatek dochodowy :

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - T) \quad (5)$$

Zainwestowany kapitał definiowany jest przez autorów koncepcji EVA jako „całkowitą kwotę środków pieniężnych wprowadzonych do przedsiębiorstwa przez inwestorów w całym okresie jego funkcjonowania i finansujących jego aktywa netto, bez względu na to, skąd pochodzą (środki własne, środki obce), jak również na to, jaki jest cel ich zaangażowania oraz jak środki te zostały sklasyfikowane w systemie księgowym przedsiębiorstwa” [B. Nita, s.111]. A zatem kapitał zainwestowany składa się z dwóch części: kapitału własnego oraz oprocentowanego kapitału obcego. W rachunku EVA nie uwzględnia się zobowiązań bezodsetkowych, takich jak zobowiązania z tytułu dostaw i usług, zobowiązania wobec pracowników czy rozliczenia międzyokresowe bierne. Podobnie jak NOPAT, wielkość kapitału zainwestowanego można obliczyć stosując dwa podejścia:

- podejście finansowe – jako sumę kapitału własnego i oprocentowanego kapitału obcego,
- podejście operacyjne – jako różnicę aktywów przedsiębiorstwa i nieodsetkowych zobowiązań bieżących.

Dokonując pomiaru EVATM wykorzystuje się dane księgowe, które przedstawiają punkt widzenia wierzycieli, a nie odpowiadają oczekiwaniom inwestorów. Aby sprowadzić informacje księgowe do poziomu wartości rynkowych (zaprezentować dane księgowe z punktu widzenia inwestora) konieczne jest wprowadzenie korekt, zarówno wartości zainwestowanego kapitału, jak i zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Autorzy koncepcji EVATM zaproponowali aż 164 korekty w celu usunięcia „księgowych anomalii”. Jednakże w praktyce zauważa się tendencje do ograniczania liczby korekt, a w skrajnym przypadku w ogóle są pomijane (jednak wówczas EVA będzie tożsama z zyskiem rezydualnym). Do najważniejszych korekt, wskazywanych przez teoretyków i praktyków zaliczają się:

- kapitalizowane nakłady na prace badawczo-rozwojowe oraz inne wartości niematerialne i prawne,
- rezerwy na należności zagrożone,
- rezerwy na odroczone podatki dochodowe,

- inne rezerwy, np. na udzielone gwarancje,
- zobowiązania bezodsetkowe,
- przeszacowanie zapasów według zasady LIFO ,
- niezarejestrowana wartość firmy i skumulowane umorzenie wartości firmy,
- skumulowane saldo zysków i strat nadzwyczajnych,
- inwestycje nieudane.

Sposób dokonywania korekt przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Sposoby uwzględniania ekwiwalentów kapitału własnego przy obliczaniu zysku operacyjnego po opodatkowaniu oraz zainwestowanego kapitału

Treść	Kapitał zainwestowany	Zysk operacyjny po opodatkowaniu
Nakłady na badania i rozwój należy traktować nie jako koszty danego okresu, lecz inwestycje. Rezerwa na odłożony podatek dochodowy.	Zwiększa się o tę część inwestycji badawczo-rozwojowych, która nie została odpisana w koszty. Zwiększa się o rezerwę na odroczony podatek dochodowy.	Korygowany jest o zmiany stanów tych inwestycji badawczo-rozwojowych z końca i początku roku. Korygowany jest o różnicę wartości tej rezerwy na koniec i początek okresu.
Rezerwa LIFO wystąpi przy takim sposobie wyceny zapasów i równa się różnicy między wyceną FIFO i LIFO.	Zwiększa się o wysokość rezerwy LIFO. Zwiększa się o wysokość rezerwy.	Koryguje się o zmiany stanu tej rezerwy na początek i koniec okresu. Koryguje się o zmiany stanów tych rezerw na początek i koniec okresu.
Inne rezerwy.		

Źródło: *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. nauk. W. Skoczylas, PWE, Warszawa 2007, s. 83.

Koncepcja EVATM wzbudza olbrzymie kontrowersje w rozważaniach zarówno teoretyków, jak i praktyków zarządzania. Ścierają się wśród nich dwa, przeciwstawne poglądy. Jedni uważają EVA za doskonale narzędzie wspomagające zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, zaś drudzy wskazują na istotne wady tej koncepcji. Zalety i wady EVA przedstawia tabela 3.

Analiza konstrukcji ekonomicznej wartości dodanej wskazuje, że podstawowe obszary zastosowań tego EVA w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa obejmują:

- systematyczny pomiar wyników przedsiębiorstwa,
- pomiar rentowności w przekroju grup asortymentowych, pojedynczych produktów, kanałów dystrybucyjnych,
- ocenę ośrodków odpowiedzialności,
- wykorzystanie na potrzeby rachunku efektywności projektów inwestycyjnych,
- ocenę dostępnych opcji strategicznych i wariantów rozwoju przedsiębiorstwa, w tym fuzji i przejęć,
- kształtowanie zmiennej części wynagrodzenia w programach motywacyjnych,
- możliwości implementacji na potrzeby wyceny przedsiębiorstwa.

Tabela 3. Wady i zalety wskaźnika ekonomicznej wartości dodanej (EVA™)

Zalety	Wady
<p>Jest miernikiem wewnętrznym.</p> <p>Jest skorelowana z bogactwem właścicieli i zmianami cen akcji na giełdzie.</p> <p>Uwzględnia całkowity koszt kapitału zarówno własnego, jak i obcego.</p> <p>Informuje bezpośrednio o kreowaniu lub pomniejszaniu wartości dla właściciela.</p> <p>Jest parametrem, który odzwierciedla działania zarządu i pracowników.</p> <p>Sprzyja decentralizacji zarządzania i może być stosowana na różnych szczeblach struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa.</p> <p>Jest zgodna z kryterium wartości bieżącej.</p> <p>Może być wykorzystywana w systemach wczesnego ostrzegania.</p> <p>Jest wskaźnikiem stosunkowo łatwym w użyciu.</p> <p>Korekty przewidziane w liczeniu EVA przybliżają ten wskaźnik do formuły opartej na przepływach pieniężnych, chociaż nie do końca tak jest.</p>	<p>Jest miernikiem o charakterze retrospektywnym, jednookresowym.</p> <p>EVA estymowana jest przy użyciu przeszłych danych rachunkowych.</p> <p>Przy ustalaniu EVA występują trudności w ustaleniu kosztu kapitału własnego (trudności z identyfikacją parametrów modelu CAPM, rozbieżność wyników różnych metod).</p> <p>Ma wiele skomplikowanych korekt powodujących problemy w obliczaniu</p> <p>Nie zawsze jest miarodajna i nie może stanowić jedyne kryterium.</p> <p>Może być myląca w odniesieniu do przedsiębiorstw przechodzących restrukturyzację.</p> <p>Jest miernikiem mimo wszystko opartym na wielkościach księgowych.</p> <p>Obliczanie EVA zależy od samego przedsiębiorstwa (możliwy subiektywny wybór korekt), w przeciwieństwie do np. ROE lub ROA.</p>

Źródło: A. Karmańska, *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009, s. 111-112.

Empiryczna analiza wartości ekonomicznej dodanej na przykładzie przedsiębiorstw budowlanych

EVA zostanie oszacowana na podstawie sprawozdań finansowych spółek budowlanych notowanych na GPW w Warszawie. Wartości poszczególnych składników kapitału zainwestowanego uwzględniane w rachunku EVA zostaną wycenione według stanu na początek roku, dla którego przeprowadza się analizę. Pozwoli to na uchwycenie wartości dodanej wykreowanej przez przedsiębiorstwo w rozpatrywanym przedziale czasowym. Wyznaczony zysk na działalności operacyjnej po opodatkowaniu oraz wartość kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo zostały skorygowane o zalecane korekty.

Analizę przeprowadzono w latach 2004-2013. Jej podstawą były sprawozdania finansowe spółek oraz ich notowania giełdowe. Zakres badań obejmował analizę zarządzania wartością za pomocą miernika EVA. Ekonomiczną

wartość dodaną obliczono za pomocą wzoru (2), stosując w szacowaniu kosztu kapitału i zysku operacyjnego duże uproszczenia.

Koszt kapitału obliczono na podstawie formuły WACC, jako iloczyn udziałów procentowych kapitału własnego i obcego oraz odpowiedniego kosztu kapitału. Do obliczenia WACC przyjęto wartości księgowe spółek.

Kluczowym elementem kosztu kapitału jest szacowanie kosztu kapitału własnego. Do oszacowania kosztu kapitału własnego przyjęto model CAPM. Koszt kapitału własnego wyraża wzór:

$$K_{kw} = R_f + \beta_i (R_M - R_f) \quad (6)$$

gdzie:

K_{kw} – koszt kapitału własnego,

R_f – stopa wolna od ryzyka,

R_M – średni zwrot z rynku akcji,

β_i – współczynnik ryzyka akcji danej spółki.

Za stopę wolną od ryzyka przyjęto średnie oprocentowanie długoterminowych, 10-letnich obligacji Skarbu Państwa (tab. 4).

Tabela 4. Stopa wolna od ryzyka w latach 2004-2013 (%)

Lata	Średnie oprocentowanie obligacji skarbowych 10-letnich
2004	6,25
2007	5,25
2010	5,75
2013	3,25

Źródło: www.finance.mf.gov.pl

Współczynnik beta danej spółki oszacowano na podstawie miesięcznych stóp zwrotu osiąganych na rynku dla akcji danej spółki, w przedziale 10-letnim (tab. 5). Istnieje szereg wątpliwości czy polski rynek kapitałowy jest na tyle efektywny, że „beta już działa”. Jednakże ewentualny błąd szacunku kosztu kapitału własnego, wynikający z niedoskonałego oszacowania beta, nie wydaje się duży. Natomiast średni zwrot z rynku akcji zaczerpnięto z danych publikowanych w bazie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (tab. 6).

Tabela 5. Współczynnik ryzyka dla badanych spółek

Spółka	Współczynnik β
BUDIMEX SA	0,67
ELEKTROBUDOWA SA	0,82
INSTAL KRAKÓW	1,13
MOSTOSTAL WARSZAWA	1,14
MOSTOSTAL ZABRZE	1,84
PROJPRZEM	1,11

Źródło: opracowanie własne

Tabela 6. Stopa zwrotu z WIG w latach 2004-2013 (w %)

Lata	Stopa zwrotu z WIG
2004	27,94
2007	10,39
2010	18,74
2013	8,06

Źródło: www.gpw.pl/analizy_i_statystyk

Oszacowany koszt kapitału własnego dla badanych spółek przedstawiono w tabeli 7. Koszt ten w badanych przedsiębiorstwach kształtuje zmieniająca się premia za ryzyko w latach 2004-2013 w Polsce.

Tabela 7. Koszt kapitału własnego w badanych spółkach (w %)

Spółka	2004	2007	2010	2013
BUDIMEX SA	20,78	8,69	14,47	6,47
ELEKTROBUDOWA SA	24,04	9,46	16,43	7,19
INSTAL KRAKÓW SA	30,76	11,06	20,46	8,69
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	30,98	11,11	20,59	8,73
MOSTOSTAL ZABRZE SA	46,16	14,71	29,71	12,10
PROJPRZEM SA	30,33	10,96	20,20	8,59

Źródło: opracowanie własne

Drugim elementem kształtującym WACC jest koszt kapitału obcego. Jego wielkość obliczono przyjmując średnie oprocentowanie kredytów bankowych dla podmiotów gospodarczych publikowane w serwisie NBP (tab. 8). Na podstawie założeń z tabeli 8 obliczono średni ważony koszt kapitału dla badanych spółek (tab. 9). Z przedstawionych danych wynika, że WACC we wszystkich badanych spółkach obniżył się, co było wynikiem zmieniającego się kosztu kapitału własnego oraz obniżenia stóp procentowych kredytów gospodarczych.

Tabela 8. Koszt kapitału obcego w latach 2004-2013 (w %)

Lata	Średnia stopa oprocentowania kredytów gospodarczych w danym roku
2004	7,6
2007	6,2
2010	6,3
2013	4,9

Źródło: www.nbp.pl/statystyki

Tabela 9. Średni ważony koszt kapitału WACC badanych spółek (w %)

Spółka	2004	2007	2010	2013
BUDIMEX SA	15,38	7,79	7,69	5,17
ELEKTROBUDOWA SA	14,18	7,25	11,97	5,88
INSTAL KRAKÓW SA	20,11	8,44	15,36	7,41
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	13,67	7,87	11,01	5,21
MOSTOSTAL ZABRZE SA	11,46	12,41	17,30	8,94
PROJPRZEM SA	22,60	9,96	17,28	7,52

Źródło: Opracowanie własne

Zestawienie ekonomicznej wartości dodanej dla badanych spółek za lata 2004, 2007, 2010 i 2013 przedstawiono w tabeli 10. Wszystkie badane spółki miały ujemną EVATM w roku 2004, co oznacza, że nie posiadają zdolności do kreowania dodatkowej wartości. Ponadto szczególnie niekorzystną sytuacją charakteryzuje się Mostostal Warszawa SA i Mostostal Zabrze SA. Wymienione spółki nie tylko nie tworzyły dodatkowej wartości, ale także ponosiły stratę księgową netto. Główną przyczyną niekorzystnego kształtowania się EVATM był relatywnie wysoki średni koszt kapitału i niska rentowność operacyjna spółek.

Tabela 10. Ekonomiczna wartość dodana w badanych spółkach (w tys. zł)

Spółka	2004	2007	2010	2013
BUDIMEX SA	- 94 204	- 76716	585 326	366 505
ELEKTROBUDOWA SA	- 4 329	29 809	19 972	- 9 086
INSTAL KRAKÓW SA	- 8 229	23 639	1 078	4 632
MOSTOSTAL WARSZAWA SA	- 56 009	103 131	72 704	- 313 080
MOSTOSTAL ZABRZE SA	-23 999	5 720	159	- 19 148
PROJPRZEM SA	- 5 310	11 857	- 32 120	- 4 862

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Jednakże od roku 2004 obserwujemy wzrost zdolności spółek do kreowania wartości dodanej. W okresie objętym badaniem spółki osiągają wzrost EVATM dzięki obniżeniu średniego kosztu kapitału. W roku 2007 pięć spośród badanych sześciu spółek osiąga najwyższą ekonomiczną wartość dodaną w całym okresie poddanym analizie. Jest to rok najlepszej koniunktury gospodarczej dla branży budowlanej w całym badanym okresie. W roku 2008 miały miejsce perturbacje w gospodarce światowej związane z kryzysem gospodarczym, które wpłynęły na sytuację finansową przedsiębiorstw budowlanych i ograniczyły zdolności przedsiębiorstw budowlanych do tworzenia wartości dodanej. Choć należy zauważyć, iż branża budowlana dość łagodnie zniosła te zawirowania gospodarcze. Od 2009 roku ponownie obserwujemy wzrost rentowności operacyjnej przedsiębiorstw budowlanych dzięki korzystnej koniunkturze gospodarczej w tym sektorze, spowodowanej wysokim tempem wykorzystania funduszy unijnych na finansowanie budownictwa oraz ożywieniem związanym z EURO 2012, co z kolei stwarza możliwości kreacji dodatkowej wartości w przedsiębiorstwach budowlanych. Z kolei w 2013 roku, pomimo relatywnie niskiego

kosztu kapitału własnego i obcego, aż cztery spółki wykazują ujemną EVATM, przy czym Mostostal Warszawa SA i Mostostal Zabrze SA ponoszą także stratę księgową.

Podsumowanie

Podsumowując przeprowadzoną analizę empiryczną w zakresie oceny zarządzania wartością w wybranych spółkach budowlanych należy podkreślić, iż przedsiębiorstwa te posiadają zdolność do kreowania ekonomicznej wartości dodanej. W spółkach, w których nastąpiła zmiana struktury kapitałowej poprzez zwiększenie udziału kapitału obcego w kapitale całkowitym, obserwujemy spadek średniego ważonego kapitału i jednocześnie tworzenie i wzrost wartości dodanej. Przedsiębiorstwa budowlane wykazują zdolność do kreacji wartości dodanej w okresach korzystnej koniunktury gospodarczej i giełdowej oraz destrukcję wartości dodanej w okresie niekorzystnej koniunktury na rynku kapitałowym.

Literatura

- Cwynar, W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, FRRwP, Warszawa 2002.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Duliniec A., *Finansowania przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Gołębiowski G., Szczepankowski P., *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2007.
- Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009.
- Nita B., *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Siudak M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.
- Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.