

Analiza efektywności zarządzania wartością przedsiębiorstwa górniczego*

Anna Bluszcz**, Anna Kijewska***, Adam Zbigniew Sojda****

Streszczenie: W pracy zaprezentowano możliwość wykorzystania strategicznej macierzy zysku ekonomicznego do analizy efektywności zarządzania wartością przedsiębiorstwa górniczego. Macierz ta pozwala na określenie pozycji wybranego przedsiębiorstwa z punktu widzenia szans i zdolności do tworzenia wartości. Informuje również decydentów, jakie działania powinni podjąć w przyszłych okresach funkcjonowania przedsiębiorstwa, aby wartość ta mogła być skutecznie maksymalizowana. Stosowne obliczenia przeprowadzono dla wybranego przedsiębiorstwa górniczego.

Słowa kluczowe: zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, ekonomiczna wartość dodana, EVA, górnictwo

Wprowadzenie

Na tle aktualnych rozważań na temat głównego celu prowadzenia działalności gospodarczej autorzy opracowania przedstawiają koncepcję maksymalizacji wartości spółki górniczej jako głównej strategii dającej możliwości i potencjał do realizacji celów pozostałych interesariuszy. Zarządzanie przedsiębiorstwem zawsze jest związane z wyborem optymalnych rozwiązań w zakresie strategii działania adekwatnych do panujących warunków na konkurencyjnym rynku. Dynamiczny rozwój technologii informatycznych i telekomunikacyjnych oraz globalizacja spowodowały swobodę inwestowania kapitału w przedsiębiorstwa wykazujące najwyższy zwrot. Czynniki te stały się krytyczne w walce o pozyskanie kapitału niezbędnego do rozwoju przedsiębiorstw. Stąd wzięła się popularność i coraz szersze zastosowania w praktyce strategii nastawionych na maksymalizację wartości przedsiębiorstw, które dają perspektywy dla trwania i rozwoju.

Celem opracowania jest prezentacja analizy efektywności zarządzania wartością wybranej spółki górniczej. Jako narzędzie analizy wykorzystano strategiczną macierz zysku ekonomicznego służącą ocenie potencjału badanego przedsiębiorstwa do kreowania wartości

* Praca powstała w ramach realizacji projektu badawczego nr N N524 341640 „Metoda wyznaczania wartości kopalni węgla kamiennego” finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki.

** dr inż. Anna Bluszcz – Politechnika Śląska, Wydział Górnictwa i Geologii, ul. Akademicka 2a, 44-100 Gliwice, e-mail: Anna.bluszcz@polsl.pl

*** dr inż. Anna Kijewska – Politechnika Śląska, Wydział Górnictwa i Geologii, ul. Akademicka 2a, 44-100 Gliwice, e-mail: Anna.kijewska@polsl.pl

**** dr Adam Zbigniew Sojda – Politechnika Śląska, Wydział Organizacji i Zarządzania, Instytut Ekonomii i Informatyki, ul. Roosevelta 26–28, 41-800 Zabrze, e-mail: Adam.sojda@polsl.pl

poprzez wzrost dochodowości z zainwestowanego kapitału. Macierz zbudowana jest na podstawie dwóch wymiarów: rentowności ekonomicznej (oś pionowa) oraz tempa wzrostu przedsiębiorstwa (oś pozioma). W pracy poddano analizie spread ekonomiczny ES, nazywany nadwyżką ekonomiczną; obliczony jako różnica pomiędzy stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) i średnioważonym kosztem kapitału (WACC), a także zrównoważoną stopę wzrostu przedsiębiorstwa, obliczoną jako stopę zwrotu z kapitału własnego. Jako istotne uzupełnienie analizy przedstawiono również zestaw wskaźników zawierający: ekonomiczną wartość dodaną (EVA) wskazującą poziom wypracowywanego zysku ekonomicznego przez przedsiębiorstwo w ciągu roku, dynamikę EVA, dynamikę ES oraz poziom EVA w stosunku do zaangażowanego kapitału (IC). Obliczenia do analizy zostały wykonane na podstawie dostępnych sprawozdań finansowych za lata 2004–2011.

1. Charakterystyka sektora górnictwa węgla kamiennego

Węgiel kamienny i brunatny odgrywa dziś i będzie odgrywał w przyszłości istotną rolę w polskiej gospodarce, gdyż ponad 90% energii elektrycznej produkowanej w kraju pozyskuje się z węgla. Dla porównania w UE to 26%, a w skali światowej – 46%. W Polsce ze względu na bogate złoża węgiel stanowi o bezpieczeństwie energetycznym kraju, a górnictwo jest strategiczną gałęzią polskiej gospodarki. Świadczą o tym m.in. przychody spółek węglowych, które stanowią około 1/10 budżetu państwa, liczba zatrudnionych w górnictwie kształtująca się na poziomie 120 tys. osób oraz zasoby węgla do wykorzystania, szacowane na poziomie 43–47 mld ton. Dostosowanie podmiotów gospodarczych w górnictwie węgla kamiennego do efektywnego ekonomicznie funkcjonowania w warunkach gospodarki rynkowej i utrzymanie konkurencyjności polskiego węgla na rynku krajowym było celem procesu restrukturyzacji przemysłu przeprowadzonego od 1998 do 2010 r., w wyniku czego nastąpiła redukcja nadmiernych zdolności wydobywczych, oddłużenie branży oraz przygotowanie do procesu prywatyzacji.

Jastrzębska Spółka Węglowa (JSW) została częściowo sprywatyzowana (33%) i wprowadzona na giełdę w 2011, w 2013 r. na giełdzie ma zadebiutować Węglkokoks, natomiast w 2014 r. do debiutu mają być gotowe Kompania Węglowa oraz Katowicki Holding Węglowy (Hough 2012).

2. Zarządzanie wartością na przykładzie zakładu górniczego

Pojęcie zarządzania, najogólniej ujmując, można rozumieć jako sposób postępowania. W odniesieniu do problematyki zarządzania przedsiębiorstwem istotną kwestię stanowi podejmowanie decyzji, w którym kierunku zmierza przedsiębiorstwo oraz jakie cele zostają w związku z tym wyznaczone do realizacji w określonym czasie. Wartość natomiast można rozumieć bardzo uniwersalnie, jednak w praktyce przez maksymalizację wartości przedsiębiorstwa uznaje się dostosowanie i spełnienie wymagań rynku kapitałowego, w tym dawców kapitałów w zakresie poziomu osiąganego stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Wśród wielu tendencji i przyjmowanych zachowań strategicznych przedsiębiorców na konkurencyjnym rynku szerokie zastosowanie znajdują strategie działań nakierowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Te sposoby postępowania menedżerów zarządzających dzisiejszymi firmami wynikają z wymagań rynku dyktowanych między innymi przez inwe-

storów, którzy skłonni są lokować kapitał jedynie w działalność generującą przychody na wyższym poziomie niż alternatywne, dostępne rozwiązania.

Budowanie potencjału firmy celem generowania dodatnich przepływów finansowych w długiej perspektywie czasowej jest procesem złożonym i długofalowym. W aktualnych warunkach rynkowych stanowi zarówno szansę, jak i wyzwanie dla zarządzających branżą górnictwa węgla kamiennego w Polsce, które stoi u progu prywatyzacji. Osiągnięcie sukcesu giełdowego wymaga opracowania i wdrożenia jasnej strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa, atrakcyjnej dla inwestorów. Specyfika branży przemysłu wydobywczego węgla kamiennego wymaga, aby strategia wzrostu wartości w górnictwie została oparta przede wszystkim na:

- koncentracji działań operacyjnych spółki na wzroście wartości dla inwestorów;
- realizacji strategii wzrostu wartości poprzez maksymalizację przychodów, podniesienie efektywności produkcji oraz optymalizację wykorzystania aktywów;
- minimalizację kosztów wytwarzania, zwiększenie jakości produktów gotowych i jakości obsługi klienta;
- stworzenie sprawnej organizacji realizującej zasady ładu korporacyjnego spółki publicznej i zorganizowanej wokół centrów zysku i wsparcia produkcji oraz wykorzystującej nowoczesne technologie IT (Cwynar, Dzurak 2010: 272).

Szkieletem strategicznego zarządzania w obszarze finansowym w górnictwie powinna być ekonomiczna wartość dodana, która pozwala precyzyjnie określić kwotę, jaką przedsiębiorstwo faktycznie dodaje do kapitału dostarczonego przez właścicieli, a poza tym łączy również interesy właścicieli kapitału, czyli Skarbu Państwa, menedżerów, pracowników, klientów oraz innych grup związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstw górniczych (Szczepankowski 2007: 144–145).

Doświadczenia praktyczne w zakresie wdrażania strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa w górnictwie wskazują, że proponowane rozwiązania powinny być dostosowane do specyfiki branżowej, w której działalność wydobywcza cechuje się znacznie wyższym poziomem ryzyka uzyskiwania zaplanowanego poziomu dochodów ze względu na zagrożenia naturalne prowadzonej eksploatacji złoża na coraz głębszych pokładach, stale rosnących kosztach działalności, wysokich inwestycjach oraz wahającej się koniunktury na węgiel. Tak więc wdrażanie strategii, w których głównie poziom wygenerowanego w danym okresie zysku ekonomicznego na poziomie spółki będzie skutkował konkretnymi reakcjami i miał realne przełożenie na funkcjonowanie przedsiębiorstwa górniczego oraz potraktowanie go jako podstawy oceny osiągnięć menedżerów i jednocześnie podstawy ustalania wysokości ich premii w systemie motywacyjnym, nie jest wystarczające do osiągnięcia założonych wyników ekonomicznych. Zdaniem autorów, rozwiązania jednokryterialne w branży górnictwa węgla kamiennego mogą bowiem marginalizować pozostałe cele, które dla szerszych grup interesariuszy (właścicieli, menedżerów, pracowników, kredytodawców, kooperantów, konkurentów, społeczności lokalnych, państwa) są istotne, dlatego optymalnym rozwiązaniem wydaje się równoważenie tych celów (Bluszcz, Kijewska 2013a; Bluszcz, Kijewska 2013b).

Zrównoważenie i zaspokojenie celów wielu grup interesariuszy w przedsiębiorstwie górniczym wymaga usystematyzowanych działań, do których należy zaliczyć w pierwszej kolejności identyfikację interesariuszy przedsiębiorstwa górniczego, ustalenie hierarchii ważności wybranych interesariuszy, następnie szczegółową analizę ich potrzeb i określenie celów, a także zdiagnozowanie siły relacji z przedsiębiorstwem górniczym. W wyniku opisanych działań można określić profile strategicznych interesariuszy przykładowego przed-

siębiorstwa górniczego i opracować optymalne funkcjonalne strategie działania (Ogrodnik, Mieszaniec 2010: 292–295).

3. Wykorzystanie strategicznej macierzy zysku ekonomicznego w analizie efektywności zarządzania wartością

Ocena funkcjonowania przedsiębiorstw branży górniczej musi być poddawana ciągłemu monitoringowi, który zawiera etapy pomiaru kryteriów oceny oraz kontroli menedżerskiej ich poziomowi. Analiza efektywności i sprawności działania spółki górniczej poddaje ocenie zestaw właściwie dobranych wskaźników. Wskaźniki efektywności mają za zadanie pomiar stopnia realizacji założonych celów; natomiast wskaźniki sprawności oceniają produktywność wykorzystania zasobów majątkowych, kapitałowych i ludzkich. Głównym celem (lecz nie jedynym) przedsiębiorstw branży górniczej jest generowanie dodatnich przepływów finansowych i utrzymywanie ich w kolejnych okresach w przyszłości.

Jedną z częściowo stosowanych metod wyceny wartości przedsiębiorstwa jest model zdyskontowanych przepływów pieniężnych DCF, ponieważ opiera się jedynie na wpływach i wypływach środków pieniężnych w przedsiębiorstwie. Mankamentem tej metody jest jednak to, że roczny przepływ gotówki niewiele mówi o ekonomicznej działalności spółki. Malejący przepływ gotówki może oznaczać albo złą działalność, albo inwestycje w przyszłość. Tej wady nie ma model oparty na zysku ekonomicznym, który ujawnia, jak i kiedy spółka kreuje wartość, dając jednocześnie ocenę identyczną do modelu DCF.

Koncepcja ekonomicznej wartości była przedmiotem dyskusji już w pierwszej połowie XX w. (Bohm-Bawerk 1924). Dzisiaj pojęcie to funkcjonuje w literaturze i w praktyce pod różnymi nazwami. Najczęściej mówi się o zysku rezydualnym RI (*Residual Income*), zysku ekonomicznym EP (*Economic Profit*) bądź ekonomicznej wartości dodanej EVA[®].

Wskaźnik EVA jest to konwencjonalny operacyjny zysk księgowy pomniejszony o skorygowany podatek oraz o koszt kapitału zarówno obcego i własnego. EVA[®] według G. Benнета Stewarta wyraża się wzorem (Gołębiwski, Szczepankowski 2007: 111):

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

lub

$$EVA = (ROIC - WACC) \times IC$$

gdzie:

- NOPAT – skorygowany wynik operacyjny (Net Operating Profit After Taxes);
- IC – zainwestowany kapitał (Invested Capital) – jest definiowany jako różnica pomiędzy sumą bilansową (sumą aktywów) a wartością długu nieobciążonego odsetkami na początku roku (aktywa trwale netto + kapitał obrotowy netto) lub (aktywa ogółem – zobowiązania bieżące);
- ROIC – stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (Return On Invested Capital) wyznaczana wzorem (Gołębiwski, Szczepankowski 2007: 165):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC}$$

WACC – średni ważony koszt kapitału (Weighted Average Cost of Capital) wyrażony wzorem (Fierla 2008: 100):

$$WACC = r_E \times \frac{E}{V} + r_D \times (1 - T) \times \frac{D}{V}$$

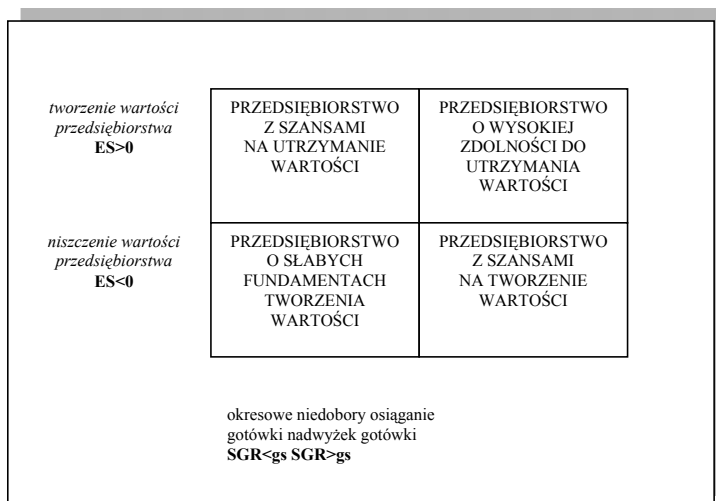
gdzie:

- r_E – koszt kapitału własnego,
- r_D – koszt kapitału obcego,
- E – kapitał własny,
- D – kapitał obcy,
- T – stopa podatku dochodowego,
- V – wartość przedsiębiorstwa równa sumie zainwestowanego kapitału własnego i kapitału obcego.

EVA wskazuje, że o ekonomicznej wartości dodanej decydują dwie stopy: stopa zwrotu, którą przedsiębiorstwo górnicze wypracowało na kapitale, oraz koszt, który poniosło, aby danym kapitałem dysponować.

Na wzrost poziomu wskaźnika EVA mają wpływ: wzrost stanu gotówki, wzrost zysku operacyjnego EBIT, wzrost poziomu zobowiązań. Natomiast na spadek wskaźnika EVA ma wpływ wzrost należności, wzrost nakładów inwestycyjnych oraz wzrost kosztów (Piasecki 2010: 115).

Do analizy efektywności zarządzania wartością spółki górniczej wykorzystano strategiczną macierz zysku ekonomicznego przedstawioną na rysunku 1.



Rysunek 1. Strategiczna macierz zysku ekonomicznego

Źródło: Gołębiowski, Szczepankowski (2007: 125).

Macierz jest zbudowana na podstawie dwóch wymiarów:

- rentowności ekonomicznej opisywanej przez miernik ES (*Economic Spread*) (oś pionowa),
- tempa wzrostu przedsiębiorstwa ocenianego poprzez różnicę zrównoważonej stopy zwrotu i stopy wzrostu przychodów netto ze sprzedaży (oś pozioma).

Zrównoważony wzrost oznacza tempo wzrostu przedsiębiorstwa odzwierciedlone w bilansowej wartości kapitału własnego, które jest możliwe do utrzymania w długim okresie przy danej polityce finansowej.

Zrównoważoną stopę wzrostu przedsiębiorstwa SGR (*Sustainable Growth Rate*) oblicza się na różne sposoby. W modelu podstawowym formułę można zapisać na tzw. poziomie finansowym, z uwzględnieniem wartości osiągniętej stopy zwrotu z kapitału własnego ROE oraz stopy wypłat dywidendy *div* (Szczepankowski 2007: 120).

$$SGR = (1 - div) * ROE$$

Można również zastosować tzw. równanie pełnej stopy zrównoważonego wzrostu przedsiębiorstwa:

$$SGR = (1 - div) * \left[ROIC * (1 - T) + (ROIC - r_D) * (1 - T) * \frac{D}{E} \right]$$

Z tak zapisanej formuły odczytamy, że kapitał zaangażowany w spółkę będzie się powiększał dopóty, dopóki (Helfert 2004: 280):

- zaangażowane kapitały ogółem będą przynosiły ustaloną stopę zwrotu *ROIC*,
 - firma zachowa dotychczasową strukturę kapitałową (dług do kapitału własnego),
 - oprocentowanie długu (r_D) oraz stopa wypłat dywidendy (*div*) nie ulegną zmianie.
- Z kolei osiągnięta stopa wzrostu sprzedaży *gs* to:

$$gs = \frac{\Delta S}{S_0}$$

gdzie:

- ΔS – przyrost sprzedaży w danym okresie,
- S_0 – sprzedaż na początku okresu.

Jeżeli $gs = SGR$, to firma utrzymuje równowagę finansową, w przypadku gdy $gs < SGR$ osiąga nadwyżkę gotówki, z kolei gdy $gs > SGR$ ma deficyt gotówki.

Na osi poziomej prezentowanej macierzy usytuowany jest spread ekonomiczny ES (*Economic Spread*), zwany też nadwyżką ekonomiczną (*economic surplus*), określony wzorem:

$$ES = ROIC - WACC$$

Interpretacja wartości ekonomicznego spreadu jest zbliżona do interpretacji wyników obliczeń EVA. Dodatnia wartość spreadu oznacza pozytywną kreację ekonomicznej wartości dodanej tyle, że w wyrażeniu procentowym w stosunku do aktywów netto przedsiębiorstwa.

Uzyskany wynik interpretujemy w sensie spreadu, czyli różnicy, o ile punktów procentowych tempo kreacji zysków operacyjnych netto po opodatkowaniu było lepsze niż średni ważony koszt kapitału (Chamot 2009).

4. Strategiczna macierz zysku ekonomicznego przedsiębiorstwa górniczego

Strategiczna macierz zysku ekonomicznego pozwala ocenić istniejący w danym okresie potencjał przedsiębiorstwa górniczego do kreowania wartości poprzez wzrost dochodowości z zainwestowanego w spółkę kapitału. Zdolność ta jest opisana poziomem nadwyżki ekonomicznej, czyli różnicy pomiędzy osiąganą stopą zwrotu z zaangażowanych kapitałów (ROIC) i oczekiwaną stopą zwrotu, związaną ze średnim ważonym kosztem kapitału finansującego przedsiębiorstwo (WACC). Wymiar ten nazywa się inaczej rentownością ekonomiczną spółki. Wybrane wskaźniki badanego przedsiębiorstwa górniczego zawarto w tabeli 1, a strategiczną macierz zysku ekonomicznego tej spółki przedstawiono na rysunku 2.

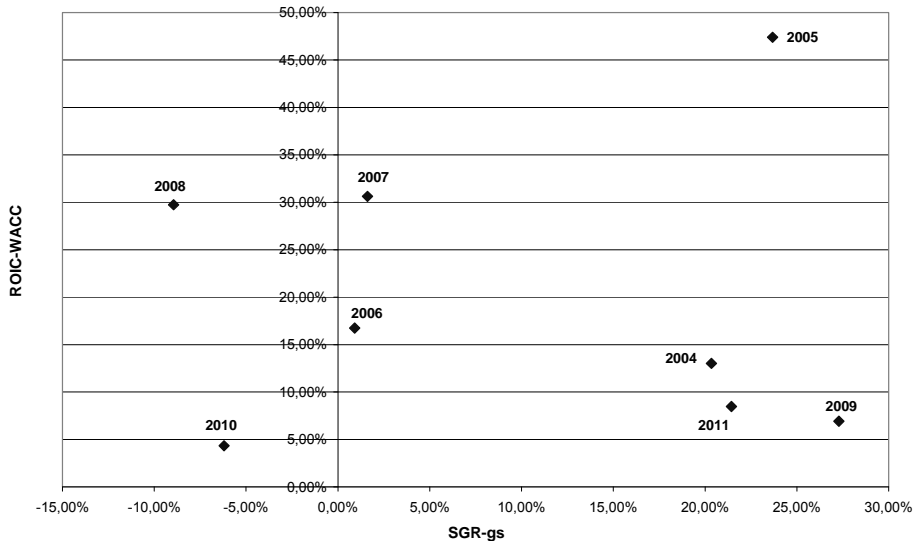
Tabela 1

Wskaźniki finansowe badanej spółki górniczej (%)

Wskaźniki	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ROIC	19,51	55,45	25,83	39,96	40,43	17,49	13,37	18,11
WACC	6,49	8,06	9,09	9,35	10,69	10,56	9,03	9,63
ES	13,02	47,40	16,74	30,62	29,74	6,92	4,34	8,48
EVA (tys.)	357	1 996	798	2 772	4 325	1 402	1 801	3 312
SGR	23,02	56,86	25,37	44,27	42,15	17,85	21,68	20,43
gs	2,68	33,19	24,46	42,67	51,10	-9,43	27,88	-1,01
SGR – gs	20,34	23,67	0,91	1,61	-8,95	27,28	-6,20	21,44

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

Widoczna w strategicznej macierzy zysku ekonomicznego pozycja badanego zakładu górniczego wykazuje, że przedsiębiorstwo w większości cechowało się wysoką zdolnością do utrzymania i tworzenia wartości oraz wykazywało wysokie szanse na utrzymanie wartości. Wyniki zawierają się w obszarze dwóch górnych ćwiartek, przy czym tylko lata 2008 i 2010 sygnalizują, że przedsiębiorstwo miało szanse na utrzymanie wartości. Pozostałe lata są zawarte w prawej górnej ćwiartce, co interpretujemy jako wysoką zdolność do utrzymania i tworzenia wartości. Firma osiąga zysk ekonomiczny i dysponuje wewnętrznymi źródłami kapitału, gdyż generuje nadwyżki środków pieniężnych. Z punktu widzenia analityków finansowych i inwestorów jest to bardzo pozytywny sygnał i świadczy o dużych możliwościach generowania zysku ekonomicznego w kolejnych latach. To najbardziej pożądaný typ pozycji strategicznej i oznacza, że spółka powinna kontynuować dotychczasową działalność na rynku, ewentualnie modyfikować ją poprzez wykorzystanie nadwyżki środków pieniężnych do przyspieszenia tempa wzrostu poprzez nowe inwestycje bądź wypłacania wypracowanych nadwyżek środków finansowych na rzecz właścicieli. Tę drugą możliwość należy realizować tylko w przypadku, gdyby przewidywano, że ewentualne inwestycje miałyby przynieść ROIC niższą od WACC (Gołębiowski, Szczepankowski 2007: 127–128).



Rysunek 2. Pozycja spółki górniczej w strategicznej macierzy zarządzania wartością

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

Poziom dynamiki EVA i ES (tabela 2) jest zróżnicowany i nie wykazuje jednoznacznego trendu. Wartościowa analiza poziomu wskaźnika EVA w analizie porównawczej nie jest wystarczająca, dlatego najczęściej ocenia się poziom osiąganego zysku ekonomicznego w stosunku do zaangażowanego kapitału. Wartości te w latach 2004–2011 kształtowały się średnio na poziomie 28,31%. Dla porównania wskaźnik EVA/IC w KGHM wynosił 50,2% w 2011, a w JSW 15,3% w 2011 r. Analiza EVA i powiązanych z nią wskaźników zawsze powinna się odbywać w perspektywie długoterminowej, ponieważ jest to wskaźnik krótkookresowy i przedsiębiorstwa wykazujące bieżące ujemne EVA mogą w dłuższej perspektywie mieć zdolność do generowania dodatnich EVA.

Tabela 2

Dynamika wskaźników EVA, ES oraz EVA/IC (%)

Wskaźniki	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dynamika EVA	-43,00	458,59	-60,03	247,42	56,07	-67,58	28,42	83,93
Dynamika ES	-74,27	264,01	-64,68	82,91	-2,87	-76,72	-37,28	95,23
EVA / IC	56,58	16,24	50,93	17,86	34,73	33,77	8,90	7,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych.

Podsumowanie i wnioski końcowe

W opracowaniu zaprezentowano wybrane zagadnienia z zakresu zarządzania wartością przedsiębiorstwa oraz pomiaru rentowności ekonomicznej prowadzonej działalności na przykładzie zakładu górniczego z wykorzystaniem strategicznej macierzy zysku ekonomicznego. Zaakcentowano fakt, że przedsiębiorstwa branży górniczej, funkcjonując na konkurencyjnym rynku, muszą mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, a środkiem do osiągnięcia tego celu jest realizacja strategii nastawionej na wzrost wartości. Uzasadnienie tych działań wynika m.in. z takich faktów, jak:

- powiększanie wartości przedsiębiorstwa jest ekonomicznym sensem jego działalności;
- przedsiębiorstwa, które wykazują wzrost swojej wartości, efektywnie wykorzystują powierzone im zasoby, natomiast w sytuacji odwrotnej następuje marnotrawienie tych zasobów;
- zwiększanie wartości i generowanie dodatnich przepływów dla właścicieli ułatwia pozyskiwanie dodatkowego kapitału z przeznaczeniem na rozwój przedsiębiorstwa górniczego i realizację celów szerszych grup stron zaangażowanych i związanych z funkcjonowaniem branży w kraju.

Literatura

- Bluszcz A., Kijewska A. (2013a), *Pomiar ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa górniczego*, „Przegląd Górniczy”. Wydanie specjalne nr 4.
- Bluszcz A., Kijewska A. (2013b), *Strategia wzrostu wartości szansą dla rozwoju przedsiębiorstwa górniczego*, w: *Szanse i bariery rozwoju przemysłu górniczego*, red. A. Bluszcz, Wydawnictwo Śląsk, Katowice.
- Bohm-Bawerk E. (1924), *Kapitał i zysk z kapitału*, Biblioteka Wyższej Szkoły Handlowej, Kraków. Dostępne pod adresem: www.mises.pl.
- Chamot B. (2009), *Zysk ekonomiczny kluczem do zrozumienia EVA*, „Biuletyn Rachunkowości” nr 21.
- Cwynar A., Dzurak P. (red) (2010), *Systemy VBM i zysk ekonomiczny. Projektowanie, wdrażanie, stosowanie*, Poltext we współpracy z PricewaterhouseCoopers, Warszawa.
- Fierla A. (2008), *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Gołębiewski G., Szczepankowski P. (2007), *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
- Helfert E.A. (2004), *Techniki analizy finansowej*, PWE, Warszawa.
- Przemysł górnictwa węgla kamiennego w Polsce* (2012), www.nwrkarbonia.pl/pl/media/magazyn-open-mine/open-mine-03-2012/przemysl-gornictwa-wegla-kamiennego-w-polsce (dostęp 1.05.2013).
- Ogrodnik M., Mieszaniec J. (2010), *Metoda analizy interesariuszy jako innowacyjna koncepcja w zarządzaniu przedsiębiorstwem górniczym*, w: *Komputerowo zintegrowane zarządzanie*, red. R. Knosala, Oficyna Wydawnicza Polskiego Towarzystwa Zarządzania Produkcją, Opole.
- Piasecki P. (2010), *Zarządzanie referencjami jako element zarządzania wartością firmy*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa i strategiczna karta wyników. Teoria i praktyka*, red. A. Jabłoński, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

THE EFFICIENCY ANALYSIS OF VALUE-BASED MANAGEMENT OF MINING COMPANY

Abstract: The paper presents the possibility to use the strategic economic profit matrix to analyze the effectiveness of the mining enterprise value management. This matrix allows to determine the position of the selected companies in terms of opportunities and the ability to create value. This matrix also inform policy makers what action they should take in the future periods of functioning of the enterprise, that this value could be effectively maximized. The relevant calculations were performed for the selected mining company.

Keywords: value-based management, economic value added, EVA, mining

Translated by Anna Kijewska