

Dylematy zarządzania wartością w przedsiębiorstwie deweloperskim



Michał J. Kowalski

dr inż., Politechnika Wrocławska, Wydział Informatyki i Zarządzania, Katedra Systemów Zarządzania

Janusz Nesterak

dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

SŁOWA KLUCZOWE :

zarządzanie wartością przedsiębiorstwa
controlling wartości
sektor nieruchomości

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest analiza wybranych uwarunkowań zarządzania wartością w przedsiębiorstwie deweloperskim. Analizie zostanie poddany wpływ stosowanych zasad ewidencji przychodów i kosztów na pomiar wartości. Analiza jest prowadzona pod kątem zapewnienia metod pomiaru, które będą zgodne z logiką kreowania wartości, co zapewni możliwość wykorzystania wyników pomiaru w systemach zarządzania. Autorzy opracowali przykłady korekt, które mogą być użytecznie przy pomiarze wartości z wykorzystaniem dochodu rezydualnego. Zaprezentowano symulację pomiaru wartości z zastosowaniem proponowanego podejścia dla przykładowej spółki celowej realizującej projekt mieszkaniowy.

KEY WORDS :

Value Based Management
value based controlling
real estate sector

SUMMARY

Dilemmas in Value Based Management in Real Estate Development Companies

The aim of this article is to analyse some aspects of Value Based Management in real estate development companies. The subject of this analysis will be the impact of the applied rules for income and expenses on the measurement of values. This analysis was carried out in order to make sure that these measurement methods would be consistent with the creation of values. This will ensure that measurement results can be used in management systems. The authors developed correction templates that can help to measure values using the residual income. This article discusses the simulation of measurement values and the proposed approach of the SPV (Special Purpose Vehicle/Entity) which carry out real-estate development projects.

JEL Classification: G32

1. Wprowadzenie

Dążenie do budowania wartości zainwestowanego kapitału pozostaje niezmiennie celem współczesnych przedsiębiorstw. Wieloletnie badania nad systemami zarządzania wartością pozwoliły na wypracowanie licznych narzędzi wspierających zdolność przedsiębiorstw do budowania wartości dla akcjonariuszy. Ich zastosowanie wymaga jednak niejednokrotnie zabiegów dostosowawczych, które mają na celu uwzględnienie specyfiki przedsiębiorstw, w których są aplikowane. Stosowanie tego typu procedur z jednej strony ma zapewnić pomiar wartości odpowiedni do indywidualnej logiki biznesowej, z drugiej nie powinno naruszać zasad obiektywizmu i adekwatności pomiaru. Również w przypadku spółek sektora deweloperskiego wartość odgrywa zasadnicze znaczenie, przy czym wdrażanie zarządzania poprzez wartość wydaje szczególnie wymagającym zadaniem¹. Funkcjonowanie tego typu przedsiębiorstw w swojej naturze jest oparte na działaniach projektowych. Dodatkowe wyzwania stwarzają stosowane w przedsiębiorstwach deweloperskich rozwiązania ewidencyjne, wynikające z wymagań prawa bilansowego. Niejednokrotnie moment rozpoznania wyniku finansowego z realizowanego projektu jest znacznie odroczone w czasie. Zasady rachunkowe zapewniają zgodną z zasadą ostrożności prezentację wyników finansowych, co jednak może stanowić wyzwanie dla właściwego pomiaru wartości i implementacji narzędzi zarządzania poprzez wartość.

Celem artykułu jest analiza wybranych uwarunkowań zarządzania wartością w przedsiębiorstwie deweloperskim. Analizie zostanie poddany wpływ stosowanych zasad ewidencji przychodów i kosztów na pomiar wartości. Analiza jest prowadzona pod kątem zapewnienia metod pomiaru, które będą zgodne z logiką kreowania wartości, co zapewni możliwość wykorzystania wyników pomiaru w systemach zarządzania, w tym przede wszystkim w systemach motywacyjnych będących podstawą budowania relacji pomiędzy właścicielami i menadżerami. Autorzy opracowali przykłady korekt, które mogą być użyteczne przy pomiarze wartości z wykorzystaniem dochodu rezydualnego. Zaprezentowano symulację pomiaru wartości z zastosowaniem proponowanego podejścia dla przykładowej spółki celowej realizującej projekt mieszkaniowy.

2. Istota i instrumenty zarządzania wartością

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (VBM - Value Based Management) jest definiowane przez A. Jakię jako „proces oddziaływania na wszystkie istotne podsystemy wykonawcze oraz dokonywania zmian w kierunku lepszego wykorzystania zasobów, przy czym proces ten zorientowany jest na taki zasadniczy cel przedsiębiorstwa, jaki stanowi maksymalizacja jego wartości”². VBM to coś więcej niż koncepcja zarządzania, to filozofia funkcjonowania przedsiębiorstwa, w której aspiracje spółki, techniki analityczne i wszelkie procesy podporządkowane są maksymalizacji wartości. Wieloletnie badania nad ich zastosowaniem doprowadziły do powstania w obrębie VBM systemu instrumentów, które wspierają budowanie warto-

ści przedsiębiorstwa. Systemowe podejście do zarządzania wartością pozwala mówić o controllingu wartości, który może być rozumiany jako „system zarządzania przedsiębiorstwem i przebiegiem zachodzących w nim procesów gospodarczych oraz koordynowaniu różnych obszarów działalności dla osiągnięcia wzrostu wartości zainwestowanego w nie kapitału”³. Controlling wartości tworzy zamknięty cykl zarządzania składający się z kolejno realizowanych kroków, gdzie wartość jest podstawą: myślenia (Mindset), podejmowania decyzji (Management), oceny efektów (Measurement) oraz wynagradzania (Motivation). Uwzględnienie w systemach zarządzania tych czterech perspektyw jest warunkiem powodzenia wdrażania założeń VBM.

Praktyka zastosowań systemów VBM wskazuje, że najczęściej aplikowanym narzędziem pomiaru wartości jest dochód rezydualny (residual income) czy jego odpowiednik w postaci ekonomicznej wartości dodanej (EVA Economic Value Added). Miary te są intuicyjne w odbiorze i we współczesnych systemach controllingu wartości stanowią często podstawę formuł premialnych i wynagradzania. Ich implementacja wymaga jednak stosowania szeregu zabiegów dostosowawczych, wprowadzenia korekt do danych pochodzących ze sprawozdań finansowych, w celu przekształcenia wyniku księgowego i wartości bilansowych do ich pełnego sensu biznesowego⁴. Konieczność stosowania korekt wynika z braku w niektórych przypadkach związku lub słabego związku danych księgowych z faktycznym sensem budowania wartości. Stosowanie korekt ma zapewnić prawdziwy obraz wartości budowanej przez przedsiębiorstwo i jego poszczególne obszary organizacyjne.

3. Rachunkowość projektów deweloperskich

Wprowadzenie w 2009 roku Interpretacji 15 Komitetu ds. Interpretacji Międzynarodowej Sprawozdawczości Finansowej (KIMSF 15 Umowy o budowę nieruchomości, IFRIC 15) wskazało wytyczne czy dana umowa realizowana przez dewelopera podlega pod zakres MSR 11 Usługi budowlane czy też MSR 18 Przychody. Rozróżnienie to ma zasadnicze znaczenie dla prezentacji działalności deweloperów w sprawozdaniach finansowych i momentu rozpoznawania przychodów z podpisanych umów. Podlegająca pod zakres MSR 11 umowa o usługę budowlaną zapewnia możliwość ujmowania na dzień bilansowy przychodów i kosztów okresu odpowiednio do stanu zaawansowania realizacji umowy. Dodatkowym warunkiem takiego ujęcia w sprawozdaniu finansowym jest możliwość wiarygodnego oszacowania wyniku, przy czym przewidywaną stratę ujmuje się niezwłocznie jako koszt. Z kolei umowa, w której możliwość wpływu przez nabywców na projekt jest ograniczona, jest według MSR/ MSSF umową sprzedaży dóbr i podlega regulacjom MSR 18. Zasadniczo w takim przypadku przychody będą ujmowane w sprawozdaniu dewelopera po przekazaniu ryzyka i kontroli związanych z towarem na nabywcę. KIMSF 15 wskazuje, że każda umowa powinna podlegać indywidualnej ocenie. Przy czym przesłankami wskazującymi na świadczenie usługi budowlanej są realizacja usługi według specyfikacji odbiorcy oraz sukcesywne przenoszenie na odbiorcę korzyści i ryzyk wynikających z umowy o usługę budowlaną.

1 A. Caputo, *Systemic Stakeholders' Management for Real Estate Development Projects*, "Global Business and Management Research: An International Journal", Vol. 5, No. 1, 2013, s. 66; J. Kaczmarek, *Kreowanie wartości dla akcjonariuszy w spółkach giełdowych sektora nieruchomości*, „Świat Nieruchomości”, nr 8, 2014, s. 5-12.

2 A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków 2008, s.142. A. Jaki, *Zarządzanie wartością - od strategii do pragmatyki biznesu*, „Świat Nieruchomości”, nr 59-60/2007, s. 9-12.

3 M. J. Kowalski, *Value Based Controlling*, [w:] *Information systems architecture and technology : models of decision making in the process of management in a risky environment*, (red.) Z. Wilimowska, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2015, s. 45.

4 A. C. Worthington, T. A. West, *Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature*, "Asian Review of Accounting", 9(1), 2001, s.75.

Wprowadzenie KIMSF zmieniło podejście do wyceny nieruchomości w przypadku około 30% polskich developerów⁵. Obecnie praktyka stosowania wprowadzonych regulacji wskazuje, że rozpoznanie przychodu ze sprzedaży towarów związane z przeniesieniem ryzyka i korzyści wynikających ze sprzedaży nieruchomości następuje w momencie protokolarnego odbioru lokalu przez kupującego i po wykonaniu przez sprzedającego wszystkich wynikających z umowy świadczeń, do których deweloper był zobowiązany umownie w ramach sprzedaży. W efekcie przychody ze sprzedaży wybudowanych lokali deweloper rozpoznaje w momencie uzyskania pozwolenia na użytkowanie obiektu, uzyskania wpłat od klienta w wysokości zazwyczaj nie mniejszej niż 80% wartości sprzedanego lokalu oraz przekazania lokalu do użytkowania nabywcy. Do chwili ujęcia przychodów w rachunku zysków i strat kwoty wpłaconych zaliczek przez kupujących ujmowane są w sprawozdaniu finansowym jako zobowiązania.

Dodatkowo należy wskazać, że zgodnie z MSR 23 Koszty finansowania zewnętrznego które można bezpośrednio przypisać budowie aktywuje się jako część kosztu wytworzenia. W momencie rozpoznania przychodów, koszty te stanowią koszt sprzedawanych lokali i obniżają wynik finansowy, w tym wynik z działalności operacyjnej.

4. Pomiar wartości projektów mieszkaniowych realizowanych przez deweloperów

Wskazane w punkcie trzecim rozwiązania ewidencyjne stosowane w ramach deweloperów powodują, że pomiar wartości dokonywany na podstawie danych ze sprawozdań finansowych może niewłaściwie odzwierciedlać logikę tworzenia wartości w przedsiębiorstwie deweloperskim. Dokonany na podstawie sprawozdań pomiar wykazałby dla przykładowego przedsięwzięcia mieszkaniowego niszczenie wartości od czasu nabycia gruntu pod projekt poprzez całą fazę inwestycji. Wartość ujawniłaby się dopiero w momencie ukończenia projektu i przekazania nabywcom lokali. Taki pomiar wartości miałby ograniczoną użyteczność z punktu widzenia jego dalszego zastosowania w narzędziach wspierających zarządzanie wartością. W szczególności eliminowałby możliwość wykorzystania wyników w systemach motywacyjnych. Wysiłek zarządu związany z organizacją projektu, uzyskaniem pozwoleń na jego realizację, czy realizacją projektu pozostawałby nieodzowiedziany w tak skonstruowanych miarach wartości. Uwzględniając wskazane uwarunkowania można przyjąć, że wartość w przedsiębiorstwie deweloperskim tworzona jest inaczej niż wynika to z zasad rachunkowości, powstaje na każdym kluczowym etapie realizacji projektu, przykładowo zatwierdzenia koncepcji wykonawczej, zabezpieczenia środków na realizację, podpisania umowy z generalnym wykonawcą, podpisywaniem umów z przyszłymi nabywcami budowanych lokali. Istnieje zatem potrzeba poszukiwania metod pomiaru, które pozwolą uwzględnić wskazane uwarunkowania, niezależnie od przyjętych rozwiązań rachunkowości finansowej.

Jako rozwiązanie przedstawionego problemu podczas szacowania wartości za pomocą miar bazujących na dochodzie rezydualnym autorzy proponują wprowadzenie odpowiednich korekt z tytułu:

1. wycofania ujemnych dochodów w fazie inwestycji,

2. rozpoznawania na bieżąco dochodów z projektu.

Celem korekt jest wykazywanie wartości ekonomicznej generowanej przez projekt proporcjonalnie w całym okresie realizacji. Za okres rozpoczynający stosowanie korekty proponuje się przyjęcie okresu (miesiąc, kwartał) w którym według zapisów zawartych w umowie z głównym wykonawcą ma on rozpocząć prace związane z realizacją projektu. Za okres kończący stosowanie korekty przyjąć okres, w którym dokonano rozliczenia inwestycji tj. dokonano wydania ostatnim nabywcom praw do lokali będących przedmiotem projektu deweloperskiego i rozpoznano - zgodnie z przepisami prawa bilansowego - ostatnie przychody ze sprzedaży. Korekta z tytułu wycofania ujemnych dochodów w fazie inwestycji (1), ma na celu wyłączenie z pomiaru wartości generowanych w fazie budowy i wykazywanych w sprawozdaniu finansowym ujemnych wyników finansowych oraz kosztu zaangażowanego kapitału i ich późniejsze rozliczenie w fazie sprzedaży wybudowanych lokali. Zgodnie z metodyką pomiaru dochodu rezydualnego osiąganego w początkowej fazie inwestycji ujemne dochody nie powinny być raportowane ale powinny pozostawać aktywowane i rozliczone w okresach spodziewanych finansowych zysków. Korekta z tytułu rozpoznawania na bieżąco dochodów z projektu (2) ma za zadanie odzwierciedlić fakt, iż wartość dla akcjonariuszy jest generowana wraz z postępem realizacji projektu. Sens korekty sprawdza się do rozpoznawania na bieżąco, to znaczy wraz z realizacją projektu, zaliczek wartości, która zgodnie z logiką sprawozdań finansowych zostanie ujawniona w sposób jednorazowy dopiero w przyszłych okresach. Proponujemy by wysokość korekty ustalać na podstawie planowanej łącznej wartości bieżącej dochodów rezydualnych z projektu, tj. na podstawie wartości NPV projektu. Dodatkowo zalecamy by kalkulacji takiej dokonywać na podstawie zatwierdzonego przez instytucję finansującą biznesplanu. Przyjęcie takich procedur szacowania łącznej wartości ma za zadanie zabezpieczyć interesy właścicieli przed nadmiernym optymizmem menedżerów co do planów finansowych. Korekta może być uwzględniana w okresach realizacji projektu w równych wartościach lub proporcjonalnie do ilości pozyskiwanych przyszłych nabywców, odzwierciedlonej przykładowo w ilości podpisywanych umów przedwstępnych na sprzedaż budowanych lokali. Dodatkowo nasze doświadczenia w pomiarze wartości deweloperów wskazują, że korekta powinna być rozpoznawana w niepełnej wartości, lecz w zależności od ryzyka projektu jako określony procent, typu 80, 75, 66%. Postępowanie to zabezpiecza dawców kapitału przed nieprzewidywanymi zdarzeniami w projekcie. Korekta z tytułu rozpoznawania na bieżąco dochodów z projektu stosowana byłaby w fazie inwestycji, do czasu rozpoczęcia wydawania lokali i rozpoznania przychodów. W fazie eksploatacji projektu, tj. po jego ukończeniu i rozpoczęciu wydawania lokali, łączna wartość wprowadzonych obu korekt jest wycyfowana proporcjonalnie do realizacji procesu wydania ostatecznym nabywcom praw do lokali. Przy pomiarze wartości za pomocą zysku rezydualnego, dokonywane korekty, w szczególności korekty dotyczące początkowych strat inwestycji powinny być odnoszone na kapitał. Postępowanie takie powoduje, że korekta pozostaje neutralna w całym okresie jej stosowania. Wówczas NPV korekty jest równe zero. Z uwagi na fakt, iż natura budowania wartości w projektach deweloperskich może wymagać korekt w stosunku do wyników raportowanych przyjmujemy, że w konkretnych przypadkach zasadnym może być odstąpienie od tych zasad.

Dodatkowym wyzwaniem z punktu widzenia pomiaru wartości są wynikające z prawa bilansowego rozwiązania w zakresie zaliczenia do kosztów

5 R. Dylag, M. Kucharczyk, *Recognising revenue from the construction of real estate in financial statements of developers in Poland*, "Accounting and Management Information Systems", Vol. 10, 2011, s.39.

wytworzenia odsetek. W pomiarze wartości koszty finansowe zastąpione zostają kosztem kapitału zaangażowanego⁶. By nie uwzględnić kosztu finansowania dwukrotnie zasadnym wydaje się wyłączenie tych kosztów z wyniku operacyjnego i wyłączenia z pomiaru kosztu kapitału ujętych w zapasach aktywowanych odsetek od długu.

5. Przykład pomiaru wartości – projekt mieszkaniowy

Zastosowanie proponowanych korekt zostanie zaprezentowane na przykładzie przedsięwzięcia budowy mieszkań, gdzie w biznes planie zaakceptowanym przez bank udzielający finansowania, założono realizację projektu w przeciągu 10 kwartałów, w tym faza inwestycji, tj. budowy mieszkań obejmowała 6 kwartałów, w pozostałych czterech zakładano przeprowadzenie sprzedaży 100% wybudowanych lokali. Oszacowane NPV projektu to 10 mln złotych. Faktyczna realizacja projektu trwała 12 kwartałów, fazę inwestycyjną zrealizowano zgodnie z zamierzeniami, natomiast faza sprzedaży i wydawania lokali trwała o 2 kwartały dłużej w stosunku do pierwotnych założeń. W fazie inwestycji podpisano umowy przedwstępne na lokale o łącznej powierzchni stanowiącej 59% całości. Wybrane dane finansowe i operacyjne z faktycznego przebiegu projektu przedstawiono w tabeli 1, dane finansowe zaprezentowano w milionach złotych.

Kalkulacja dochodu rezydualnego z wykorzystaniem wskazanych korekt została przedstawiona w tabeli 2. W fazie inwestycji (trwania budowy) ujemne wyniki i koszt kapitału zostały aktywowane i następnie w fazie wydawania lokali rozliczone proporcjonalnie do przekazywanej powierzchni w kolejnych okresach (korekta 1). Dodatkowo wprowadzona została korekta, której celem jest zaliczkowe rozpoznawanie wartości z projektu w fazie inwestycji w momencie podpisywania umów przedwstępnych (korekta 2). Korekta ta jest naliczana proporcjonalnie do powierzchni, której dotyczą podpisane umowy przedwstępne. Dodatkowo przyjęto, że dla uwzględnienia ryzyka związanego z realizacją projektu podstawę do rozpoznawania zaliczki będzie stanowiło 2/3 planowanej wartości NPV projektu.

Zaliczkowa korekta podlega rozliczeniu w fazie sprzedaży mieszkań. Rozliczenia są dokonywane proporcjonalnie do przekazywanej powierzchni i korygują rozpoznawane wówczas przychody ze sprzedaży. Obie korekty w momencie ich tworzenia zwiększają kapitał zaangażowany i pomniejszają go w momencie ich rozliczania. W efekcie wartość obecna korekt jest równa zero (NPV korekt jest równe zero) i nie mają one wpływu na ocenę i pomiar ostatecznej efektywności projektu. Korekty mają za zadanie przealokować wartość w czasie i dostosować pomiar wynikający z uwarun-

TABELA 1. DANE FINANSOWE PROJEKTU MIESZKANIOWEGO

WYSZCZEGÓLNIENIE	ROK 1					ROK 2				
	Q1	Q2	Q3	Q4	RAZEM	Q1	Q2	Q3	Q4	RAZEM
Przychody ze sprzedaży	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	50,1	44,8
EBIT	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-1,3	-0,8	-0,6	-0,8	14,4	12,1
Aktywa razem	6,6	13,7	24,8	35,2	35,2	43,0	49,4	52,0	17,6	17,6
w tym: zapasy	6,6	13,5	24,2	34,0	34,0	41,2	46,6	48,4	13,4	13,4
Dług odsetkowy	0,0	3,5	14,5	24,9	24,9	32,8	38,9	41,6	2,0	2,0
Sprzedaż [% powierzchni]	-	15%	7%	4%	26%	11%	9%	13%	-	33%
Przekazania [% powierzchni]	-	-	-	-	-	-	-	-	51%	51%

WYSZCZEGÓLNIENIE	ROK 3				
	Q1	Q2	Q3	Q4	RAZEM
Przychody ze sprzedaży	29,0	7,7	6,5	4,9	43,0
EBIT	3,9	1,4	1,2	1,0	7,4
Aktywa razem	18,2	18,8	19,3	19,8	19,8
w tym: zapasy	9,4	5,6	2,4	0,0	0,0
Dług odsetkowy	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Przekazania [% powierzchni]	30%	8%	6%	5%	49%

Źródło: opracowanie własne

6 M. Kowalski, J. Nesterak, S. Wodyński, A. Żelaszczyk, *Performance Management w zarządzaniu rentownością kursów przewozowych w kontekście krajowych zmian prawnych regulujących publiczny transport zbiorowy*, „Autobusy - Technika, Eksploatacja, Systemy Transportowe”, nr 6 (162), 2015, s.21.

kowań księgowych do sensu budowania wartości w działalności deweloperskiej. Po dokonaniu korekt wartość jest prezentowana także w fazie inwestycji, gdy realizowany jest projekt i podpisane umowy przedwstępne. W fazie wydawania mieszkań i rozpoznawania w sprawozdaniu finansowym przychodów ze sprzedaży korekty są rozliczane i korygują wykazywane w sprawozdaniu finansowym skumulowane zyski. W ostatnich kwartałach wyliczona w modelu wartość jest niewielka, a nawet w niektórych miesiącach kalkulacja wykazała ujemne dochody rezydualne. Związane jest to z tym, że zarząd zdecydował się w końcowej fazie sprzedaży na znaczne obniżenie cen ostatnich dostępnych lokali. Pomiar wskazuje, że na tych lokalach wartość nie była tworzona.

6. Zakończenie

Właściwy pomiar wartości generowanej przez deweloperów za pomocą miar typu dochód rezydualny lub ekonomiczna wartość dodana może wymagać wprowadzenia wielu korekt do sprawozdań finansowych. W artykule zaprezentowano propozycje przykładowych korekt jakiego zdaniem autorów należy rozważyć w przypadku realizacji projektów mieszkaniowych. Zastosowane korekty nie wpływają na postrzeganie czy ocenę wartości projektu rozpatrywanego jako całość, są neutralne dla miar efektywności typu NPV czy IRR, pozwalają jednak zobrazować wartość w sposób zgodny z logiką działalności deweloperskiej. Dokonane w zaprezentowany sposób pomiary wartości mogą być wykorzystywane w narzędziach zarządzania wartością

TABELA 2. KALKULACJA DOCHODU REZYDUALNEGO Z UWZGLĘDNIENIEM PROPONOWANYCH KOREKT

WYSZCZEGÓLNIENIE		ROK 1					ROK 2					ROK 3				
		Q1	Q2	Q3	Q4	SUMA	Q1	Q2	Q3	Q4	SUMA	Q1	Q2	Q3	Q4	SUMA
Dochód rezydualny		0,0	1,0	0,5	0,3	1,7	0,7	0,6	0,9	8,1	10,2	0,6	0,2	0,0	0,0	0,9
1)	NOPAT	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-1,3	-0,8	-0,6	-0,8	13,8	11,5	4,1	1,4	1,2	1,0	7,7
	a) EBIT	-0,1	-0,2	-0,5	-0,5	-1,3	-0,8	-0,6	-0,8	14,4	12,1	3,9	1,4	1,2	1,0	7,4
	b) Podatek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	-1,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	
	c) Korekta 3 (odsetki)					0,0			0,7	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,7	
2)	Koszt kapitału	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-2,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-1,8
	a) Kapitał zaangażowany	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
	b) WACC	5,8	12,6	23,0	32,9	18,6	40,5	47,2	49,6	22,9	40,1	19,0	17,2	17,6	18,0	17,9
3)	Korekty inwestycyjne	0,3	1,4	1,3	1,2	4,2	2,0	1,7	2,2	-5,2	0,8	-3,0	-0,8	-0,7	-0,5	-5,0
	a) Korekta 1	0,3	0,4	0,8	0,9	2,5	1,3	1,1	1,4	-3,2	0,6	-1,9	-0,5	-0,4	-0,3	-3,1
	b) Korekta 2	-	1,0	0,5	0,3	1,7	0,7	0,6	0,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,3	-0,3	-0,2	-1,9
Kapitał Zaangażowany		5,8	12,6	23,0	32,9	18,8	40,5	47,2	49,6	22,9	40,1	19,0	17,2	17,6	18,0	17,9
1.	Zapasy	6,6	15,5	24,2	34,0	19,6	41,2	46,6	48,4	15,4	37,4	9,4	5,6	2,4	0,0	4,4
2.	Gotówka	0,0	0,2	0,6	1,2	0,5	1,8	2,9	3,6	4,2	3,1	8,7	13,2	16,9	19,8	14,6
3.	Zobowiązania	-0,8	-1,2	-1,9	-2,5	-1,6	-2,9	-3,3	-3,4	-1,0	-2,6	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	-0,3
4.	Przedpłaty nabywców	0,0	-0,1	-0,6	-1,2	-0,5	-1,8	-2,8	-3,5	-0,4	-2,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
5.	Korekty inwestycyjne	-	0,3	0,7	1,5	0,8	2,8	4,8	6,0	7,3	5,2	2,1	-0,9	-1,4	-1,8	-0,5
6.	Korekty odsetek	-	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,6	-1,0	-1,4	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
Kapitał zastosowany		5,8	12,6	23,0	32,9	18,8	40,5	47,2	49,6	22,9	40,1	19,0	17,2	17,6	18,0	17,9
1.	Kapitał własny	5,8	8,9	7,8	6,7	7,3	5,5	4,5	3,5	14,2	7,0	17,0	18,1	19,0	19,8	18,5
2.	Dług	0,0	3,5	14,5	24,9	10,7	32,8	38,9	41,6	2,0	28,8	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1
3.	Korekty inwestycyjne	-	0,3	0,7	1,5	0,8	2,8	4,8	6,0	7,3	5,2	2,1	-0,9	-1,4	-1,8	-0,5
4.	Korekty odsetek	-	0,0	-0,1	-0,3	-0,1	-0,6	-1,0	-1,4	-0,7	-0,9	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-0,1
WACC		-10%	-8,3%	-6,2%	-5,3%	-7,4%	-4,8%	-4,6%	-4,3%	-9,4%	-5,4%	-9,9%	-10%	-10%	-10%	-9,7%
Koszt długu		-5,0%	-4,9%	-4,9%	-4,7%	-5,2%	-4,4%	-4,2%	-3,9%	-4,0%	-4,4%	-4,2%	-3,9%	-4,0%	0,0%	-3,2%
Koszt kapitału własnego		-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
Dług		0,0%	27,4%	63,2%	75,7%	57,1%	81,0%	82,3%	83,7%	8,7%	71,9%	1,1%	0,7%	0,3%	0,0%	0,5%

w przedsiębiorstwach deweloperskich. W szczególności dokonana kalkulacja może być podstawą dla systemów motywacyjnych. Pozwala na zaprezentowanie na bieżąco wartości wynikającej z podejmowanych przez zarządy działań i jednocześnie poprzez przyjęte rozwiązania zabezpieczające chroni interesy właścicieli kapitału. Przedstawiona miara inspirowa zarząd do poszukiwania narzędzi zwiększania wartości kapitału i pozostaje wrażliwa na takie działania jak dążenia do skrócenia czasu realizacji projektu zarówno w fazie inwestycji jak i sprzedaży, szybkiego podpisywania umów przedwstępnych, zarządzania kosztami i nakładami w projekcie, czy kształtowanie struktury finansowania.

LITERATURA

- [1] Caputo A., *Systemic Stakeholders' Management for Real Estate Development Projects*, "Global Business and Management Research: An International Journal", Vol. 5, No. 1, 2013.
- [2] Dyląg R., Kucharczyk M., Recognising revenue from the construction of real estate in financial statements of developers in Poland, *Accounting and Management Information Systems* Vol. 10, 2011.
- [3] Jaki A., *Zarządzanie wartością - od strategii do pragmatyki biznesu*, „Świat Nieruchomości”, nr 59-60, 2007.
- [4] Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Oficyna Wolters Kluwer business, Kraków 2008.
- [5] Kaczmarek J., *Kreowanie wartości dla akcjonariuszy w spółkach giełdowych sektora nieruchomości*, „Świat Nieruchomości”, nr 8, 2014.
- [6] Kowalski M., Nesterak J., Wodyński S., Żelaszczyk A., *Performance Management w zarządzaniu rentownością kursów przewozowych w kontekście krajowych zmian prawnych regulujących publiczny transport zbiorowy*, „Autobusy - Technika, Eksploatacja, Systemy Transportowe”, nr 6 (162), 2013.
- [7] Kowalski M. J., *Value Based Controlling [w:] Information systems architecture and technology : models of decision making in the process of management in a risky environment*, (red.) Z. Wilimowska, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2013.
- [8] Worthington A. C., West T. A., *Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature*, "Asian Review of Accounting", 9(1), 2011.