

Dariusz Wiczorek

Uniwersytet Gdański

WYBRANE ASPEKTY POMIARU WARTOŚCI PROJEKTÓW

Streszczenie: W artykule przedstawiono rozważania nad pojęciem wartości projektu, potencjalnymi źródłami tej wartości oraz możliwościami jej pomiaru, a także podjęto próbę dyskusji nad wpływem wartości realizowanych projektów na wycenę wartości podmiotów gospodarczych. W artykule zdefiniowano wartość projektu, wskazując na jej związek z ogółem działalności podmiotu. Ze względu na nieadekwatność miar finansowych skoncentrowano się na ocenie możliwości wykorzystania do oceny projektów koncepcji wartości dla akcjonariuszy oraz wartości dla interesariuszy.

Słowa kluczowe: wartość projektu, zarządzanie projektami, interesariusze projektu, *shareholders value*.

1. Wstęp

Stosowane w organizacjach mierniki efektywności wykorzystywane do oceny projektów mają duży wpływ nie tylko na realizowane projekty, ale również na przedsięwzięcia projektowe proponowane do realizacji w przyszłości. Zasady oceny działań podejmowanych przez menedżerów różnych szczebli wpływają na sposób ich zachowania, a także na podejmowane przez nich działania [Goldratt 1991, s. 15]. Nawet jeśli parametry oceny nie są wykorzystywane do tworzenia zachęt o charakterze motywacyjnym, menedżerowie interpretują je jako wskazania, jaki typ działań jest traktowany przez organizację za pożądany. Brak odpowiednich jednostek miary jest jedną z najważniejszych przyczyn dokonywania przez różne podmioty niewłaściwego doboru realizowanych projektów. Celem dokonywania wyboru projektów przez wszystkie podmioty występujące na rynku powinna być maksymalizacja całkowitej wartości kreowanej poprzez realizację tych projektów. Pojawiają się jednakże zasadnicze pytania, dotyczące metod mierzenia wartości projektu oraz przede wszystkim określenia definicji jego wartości.

Celem artykułu jest przedstawienie rozważań nad pojęciem wartości projektu, potencjalnymi źródłami tej wartości oraz możliwościami jej pomiaru, a także podjęcie próby dyskusji nad wpływem wartości realizowanych projektów na wycenę wartości podmiotów gospodarczych.

2. Definicja wartości projektu

Pojęcie wartości jest przedmiotem dyskusji niemal od początków cywilizacji. W odniesieniu do projektów wartość jest najczęściej definiowana z wykorzystaniem „utilitarnej koncepcji wartości”, zgodnie z którą wartość projektu jest miarą stopnia, w jakim projekt ten pozwala organizacji na osiągnięcie jej celów. Taka koncepcja wartości została po raz pierwszy przedstawiona w IV wieku p.n.e. przez Arystotelesa, dla którego wartość danej rzeczy nie jest jej wewnętrzną właściwością, ale raczej jest określona przez jej użyteczność dla konkretnego podmiotu lub grupy podmiotów [Scheler 1990].

Realizacja projektów przez różne organizacje wynika z przekonania, że konsekwencje lub rezultaty projektów będą charakteryzowały się użytecznością z punktu widzenia organizacji. Oznacza to, że wartość projektu można zdefiniować jako sumę korzyści uzyskanych przez organizację jako konsekwencję realizacji projektu. Co oczywiste, pożądane skutki projektu zależą od określanych indywidualnie, zasadniczych celów organizacji.

Przykładowo można rozważyć sytuację, w której podstawowym celem organizacji jest generowanie wartości dla akcjonariuszy. Przy założeniu, że organizacja rozważa realizację hipotetycznego projektu, którego jedynym rezultatem będzie natychmiastowy, jednorazowy przepływ środków pieniężnych w wysokości jednego miliona złotych (a ściślej, wielkość przepływów pieniężnych z projektu po uwzględnieniu obciążeń podatkowych pozwala na zwiększenie wartości netto podmiotu o milion złotych), wartość tego projektu można określić na kwotę jednego miliona złotych. Warto przy tym zauważyć, że wartość projektu nie zależy od jego kosztów. Decyzja dotycząca realizacji projektu jest oczywiście zależna od kosztów, ze względu na powszechne wykorzystanie wskaźnika wartości netto, liczonej zwykle jako różnica pomiędzy wartością a poniesionymi kosztami [Yu, Flett, Bowers 2005, s. 433].

Wyjątkiem od zasady, że wartość projektu nie zależy od jego kosztów, może być sytuacja, w której poziom nakładów ponoszonych na projekt obniża zdolność organizacji do generowania korzyści z projektu. Skrajnym przykładem może być projekt, który zakłada uzyskanie wspaniałych rezultatów dla organizacji, ale którego koszt jednak mógłby doprowadzić podmiot w stan upadłości. W takich przypadkach wartością projektu powinna być analogicznie wartość efektów projektu z uwzględnieniem wszelkich skutków wynikających z konieczności ponoszenia kosztów projektu. Ponieważ w wielu organizacjach prowadzi się często równoległe dużą liczbę projektów, z których każdy konsumuje tylko część łącznej puli budżetowanych środków, przedstawiane skutki są trudne do zidentyfikowania i w związku z tym często ignorowane.

Biorąc pod uwagę przedstawione założenia i rozważania, wartość projektu w momencie podejmowania decyzji o realizacji projektu można zdefiniować jako maksymalną kwotę, którą kierownictwo organizacji byłoby skłonne przeznaczyć w celu uzyskania rezultatów prowadzenia projektu z uwzględnieniem ryzyka. War-

tość tę można nazwać neutralną ceną zakupu, ponieważ jest to w istocie cena zakupu rezultatów projektu, przy której rezultaty projektu są obojętne z punktu widzenia wartości dodanej generowanej na rzecz organizacji.

Taka definicja wartości projektu prowadzi do jednej istotnej konsekwencji. Mianowicie, mając do wyboru dwa projekty, organizacja będzie preferowała dany projekt jedynie wówczas, gdy jego wartość będzie wyższa od drugiego. Warto na to zwrócić uwagę, często bowiem spotykane podejścia do priorytetyzacji projektów bazują na definicjach wartości pozbawionych tej fundamentalnej właściwości, np. model strategicznego dostosowania (Strategic Alignment Model). Wydaje się jednak, że jeśli definicja wartości projektu nie uwzględnia rzeczywistych, zmierzonych preferencji organizacji, nie może być ona poprawnie wykorzystana w procesie priorytetyzacji projektów. Przedstawiona powyżej definicja wartości projektu może być realną miarą względnej atrakcyjności projektu dla organizacji w relacji do jego alternatyw.

Odrębną kwestią jest ustalenie, ile organizacja będzie skłonna zapłacić, aby uzyskać oczekiwane skutki prowadzenia różnych projektów. W celu ustosunkowania się do tej kwestii warto zastanowić się, dlaczego organizacje realizują projekty.

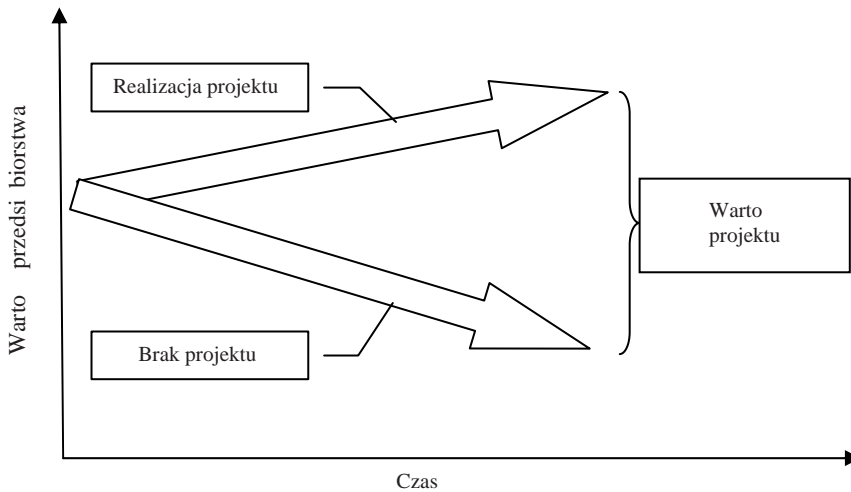
3. Wpływ projektów na rozwój przedsiębiorstwa

Działalność organizacji podlega ciągłemu rozwojowi, a projekty podejmowane przez organizację mają istotny wpływ na ten rozwój. Na przykład w sytuacji pojawienia się nowej technologii, która pozwoliłaby organizacji na obniżenie jej kosztów, realizacja projektu wdrożenia tej technologii pozwoli organizacji na redukcję kosztów operacyjnych w stosunku do sytuacji, w której projekt nie byłby realizowany. Z drugiej strony warto zauważyć, że nie zrealizowane przez organizację projekty również mają wpływ na rozwój podmiotu. W przypadku większości organizacji stagnacja oznacza cofanie się, co jest związane z wieloma czynnikami, takimi jak wzrost konkurencji, zmiana preferencji klientów czy też starzenie się aktywów organizacji. Oznacza to, że jeśli przykładowa organizacja decyduje się nie podejmować projektów, prowadzących do odnowienia starzejącego się majątku, korzyści z usług świadczonych przez te aktywa prędzej, czy później ulegną obniżeniu.

Rysunek 1 obrazuje wpływ znaczenia wartości projektu na rozwój podmiotu. W momencie gdy organizacja rozważa realizację nowego projektu, tak naprawdę staje ona przed wyborem między dwoma alternatywnymi stanami w przyszłości.

Przedstawione na rys. 1 podejście stanowi podstawę do określenia wartości projektu. Wartość projektu jest różnicą pomiędzy wartościami dwóch potencjalnych przyszłych stanów podmiotu, tj.:

$$\text{wartość projektu} = \text{wartość organizacji z projektem} - \text{wartość organizacji bez projektu.} \quad (1)$$



Rys. 1. Wybór projektu a przyszły stan organizacji

Źródło: opracowanie własne.

Przyjęcie takiej formuły wartości projektu prowadzi do szeregu istotnych konkluzji w kwestii wartości projektu. Po pierwsze, w celu oszacowania wartości projektu konieczne jest rozważenie, jakie będą skutki dla podmiotu, jeśli projekt nie będzie prowadzony, jak również, co się stanie, jeśli projekt będzie realizowany. Wiele modeli scoringowych, służących do oceny projektów, ignoruje wpływ zaniechania realizacji projektów, co powoduje, że niektóre rodzaje projektów są rażąco niedowartościowywane. Po drugie, ten sam projekt może mieć różną wartość dla różnych organizacji. W związku z tym do określenia wartości projektu nie jest wystarczające uwzględnienie jedynie cech samego projektu. Konieczne jest także rozważenie cech charakterystycznych dla danej działalności, pozwalających na określenie poziomu przydatności projektu w tym kontekście. Po trzecie, wartość projektu może się zmienić w zależności od tego, jakie inne projekty są lub będą prowadzone. Na przykład, ze względu na występowanie efektu synergii oraz efektu skali, koszty i korzyści projektu mogą się zmieniać wskutek oddziaływania na nie innych realizowanych projektów. Jeżeli występują takie zależności, optymalizacja portfela projektów będzie wymagała oszacowania wartości generowanej poprzez prowadzenie grup projektów współzależne w różnych konfiguracjach.

Z punktu widzenia identyfikacji miar wartości projektu najbardziej istotną konsekwencją przyjęcia formuły przedstawionej we wzorze (1) jest uznanie wartości projektu za wkład projektu w całkowitą wartość uzyskaną przez organizację. Ponieważ wartość projektu jest różnicą między wartością osiąganą przez organizację w dwóch alternatywnych stanach, można przyjąć, że metody szacowania wartości projektu są zasadniczo tożsame z metodami określania wartości organizacji. Takie

podejście znacznie upraszcza sposób szacowania wartości projektu ze względu na bogatą literaturę opisującą techniki i metody wyceny wartości przedsiębiorstw. Ich wykorzystanie stanowi jednakże pewne ograniczenie w stosunku do podmiotów, których wycena może być problematyczna. Na problem ten można się natknąć przykładowo przy ocenie projektów publicznych, np. realizowanych przez gminy.

4. Nieadekwatność miar finansowych

Analizując metody mierzenia wartości kreowanej przez projekty stosowane w praktyce, można dojść do wniosku, że większość podmiotów popełnia w tej materii istotne błędy. Z obserwacji wynika, że większość przedsiębiorstw wykorzystuje do mierzenia wartości wskaźniki finansowe obliczone na podstawie przepływów pieniężnych, takie jak zwrot z inwestycji (ROI), wewnętrzna stopa zwrotu (IRR), wartość bieżąca netto (NPV), okres zwrotu itd. Wykorzystanie tych wskaźników do oceny proponowanych projektów wymaga prognozowania przepływów pieniężnych generowanych przez projekt. Wpływ części czynników na przepływy pieniężne jest stosunkowo prosty do oszacowania, w szczególności wpływ takich komponentów, jak koszty realizacji projektu oraz bezpośrednie skutki projektu, na osiągnięte przez podmiot w przyszłości koszty i przychody. Wiele skutków projektu jest jednak niezwykle trudnych do przełożenia na strumienie przepływów pieniężnych. Na przykład w przypadku projektu, którego celem jest zbieranie informacji o preferencjach klientów, analiza bezpośrednich przepływów pieniężnych z pominięciem korzyści pośrednich i pozafinansowych mogłaby prowadzić do wniosku o nieopłacalności tego projektu. W praktyce analiza *cash flow* okazuje się nieadekwatna w odniesieniu do wielu projektów. Oznacza to, że mierniki finansowe w najlepszym razie dostarczają tylko części informacji użytecznych do podejmowania decyzji zarządczych. Według przeprowadzonych badań podmioty, które opierają swoje decyzje głównie na wskaźnikach finansowych, uzyskują portfele projektów charakteryzujące się niesymetrycznością i niedopasowaniem do ich strategii [Foti 2002, s. 27].

Ograniczenia wskaźników finansowych są jeszcze bardziej oczywiste, jeśli chodzi o ocenę projektów realizowanych w sektorze publicznym. Organizacje wchodzące w skład sektora publicznego, realizując misję społeczną, mogą nie dokonywać żadnej sprzedaży towarów i usług, generujących przepływy pieniężne, a w razie generowania wpływów ze sprzedaży generowanie wyniku finansowego może nie być ich głównym celem. Przykładowo misją przedsiębiorstwa wodociągowego jest zaspokajanie potrzeb społecznych w zakresie dostępu do wody, misją zaś szkoły publicznej jest kształcenie uczniów lub studentów. Analiza przepływu środków pieniężnych nie pozwoli na prawidłową ocenę, jak te podmioty realizują swoje misje. Wskaźniki finansowe nie pozwalają na wycenę wartości projektów, które są ukierunkowane na osiągnięcie niefinansowych celów.

5. Podejścia do wartości organizacji

Pojawia się pytanie, w jaki sposób można zmierzyć wartość wtedy, gdy analiza finansowa okazuje się niewystarczająca. Istnieją dwa konkurencyjne poglądy na kwestię, jak mierzyć wartość stworzoną przez organizację, bazujące na pytaniu o odbiorcę wartości. Zgodnie z pierwszym poglądem celem organizacji jest tworzenie wartości dla właścicieli (wartości dla akcjonariuszy – *shareholder value*), drugie zaś podejście zakłada, że celem organizacji jest tworzenie wartości nie tylko dla właścicieli, ale także dla innych zainteresowanych stron (wartość dla interesariuszy – *stakeholders value*) [Łada, Kozarkiewicz 2010, s. 28-40].

5.1. Wartość dla akcjonariuszy (*shareholder value*)

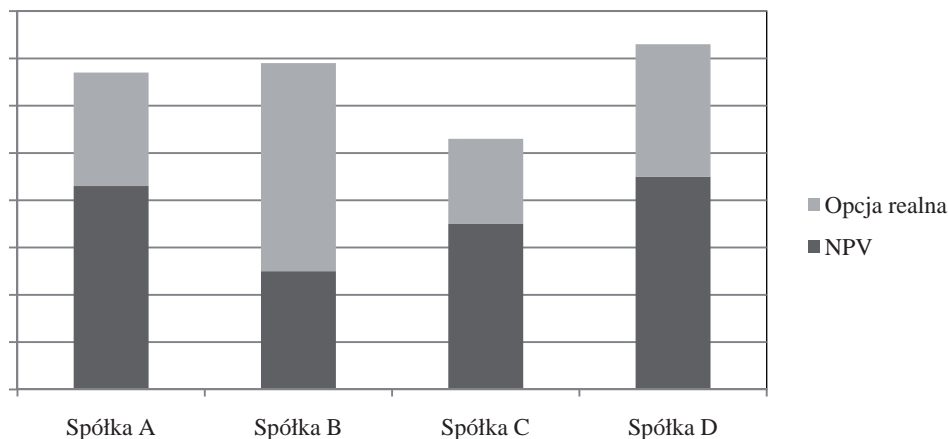
Zarówno w nauce, jak i w praktyce gospodarczej dominuje pogląd, że podstawowym celem przedsiębiorstw jest maksymalizacja wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa, czyli inwestorów. W przypadku spółki giełdowej z jednym rodzajem wyemitowanych akcji wartość dla akcjonariuszy można zasadniczo określić jako liczbę akcji pomnożoną przez aktualną cenę akcji. Oczywiście trzeba tu wziąć pod uwagę także dywidendy, które zwiększają wprawdzie zyski dla akcjonariuszy, jednocześnie jednak zmniejszają zwykle cenę akcji. Ze względów teoretycznych i praktycznych zwiększenie wartości rynkowej może być traktowane jako podstawowy cel dla wielu przedsiębiorstw prywatnych.

Argumentem przemawiającym za przyjęciem jako kryterium decyzyjnego wartości dla akcjonariuszy jest obiektywizm wycen rynkowych. Ceny określone przez rynek są obiektywne i stosowane w odniesieniu do wszystkich spółek giełdowych oraz do różnych rynków. W przeciwnym razie pojawiałyby się możliwości stosowania arbitrażu, oznaczającego możliwość kupowania akcji spółki po cenie niższej na jednym rynku i jednocześnie sprzedawanie ich po wyższej cenie na innym rynku.

Poszukiwanie możliwości zwiększania wartości akcji jest jasnym praktycznym celem dla wyższej kadry kierowniczej, dla której często wynagrodzenie jest powiązane z kursem akcji. Niezadowolający wzrost cen akcji jest częstym powodem do dokonywania zmian w zarządach spółek. Ponadto spółka, której akcje zniżkują wskutek nieefektywnego zarządzania wartością dla akcjonariuszy, może zostać sprzedana innym inwestorom. Ważne jest przy tym zrozumienie, że zarządzanie ukierunkowane na wartość dla akcjonariuszy oraz zarządzanie zorientowane na zyskowość przepływów pieniężnych to dwie zupełnie różne rzeczy. Na rysunku 2 porównano wartości rynkowe i walone ryzykiem zdyskontowane wartości (NPV) prognozowanych przyszłych zysków dla czterech przedsiębiorstw działających w tej samej branży. W każdym przypadku stopą dyskontową służącą do obliczania NPV powinien być średni ważony koszt kapitału danego podmiotu.

Przykładowe dane przedstawione na rys. 2 wskazują, że wartość rynkowa przedsiębiorstw jest zwykle wyższa niż NPV obliczone na podstawie prognozowanych

przepływów tych podmiotów. W literaturze poświęconej opcjom realnym dodatkowa wartość określana jest mianem wartości opcji. Oprócz przewidywanych przyszłych przepływów pieniężnych, wartość rynkowa jest zależna od dokonywanej przez kupujących i sprzedających akcje oceny m.in. zdolności przedsiębiorstwa do wykorzystywania i reagowania na przyszłe szanse oraz unikania przyszłych zagrożeń.



Rys. 2. Elementy wartości rynkowej spółek giełdowych

Źródło: opracowanie własne.

Z rysunku 2 wynika, że często występuje sytuacja, w której dane przedsiębiorstwo, działające w określonej branży, charakteryzuje się wyższą wartością NPV dla prognozowanych przepływów, podczas gdy inny podmiot jest wyżej wyceniany w kategoriach wartości rynkowej. W takiej sytuacji są niektóre spółki internetowe, wyceniane przez rynek czasem na bardzo wysokim poziomie, mimo że często nie jest w ich przypadku możliwe opracowanie przekonującej prognozy zysków. Wartość opcji przekłada się w pewnym momencie na zyski, jednakże ze względu na występujące na ogół trudności lub wręcz niemożność przewidzenia dokładnych mechanizmów, dzięki którym to nastąpi, wartość opcji oraz inne pośrednie źródła wartości nie mogą być reprezentowane w czysto rachunkowych prognozach przepływów pieniężnych.

Oznacza to, że wpływ przepływów pieniężnych jest tylko jedną z kilku ścieżek, poprzez które projekty mogą mieć wpływ na wartość dla akcjonariuszy. Alternatywne źródła *shareholder value* zależą od charakteru konkretnych organizacji gospodarczych. Na przykład projekt, który generuje nową wiedzę poprawiającą umiejętności wdrażania inwestycji, może obniżyć ryzyko inwestycyjne. Może to mieć wpływ na obniżenie kosztu kapitału oraz zwiększenie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Inwestorzy poszukujący możliwości inwestycji mogą być skłonni do zakupu akcji takiego podmiotu, co powoduje zwiększenie wartości dla akcjonariuszy. In-

nym przykładem może być firma usługowa prowadząca projekty, które pozwalają na realizację zobowiązań lub obietnic względem klientów, co poprawia postrzeganie przez klienta i również może wpływać na opinie i raporty analityków giełdowych i w konsekwencji powodować wzrost cen akcji.

Zgodnie z perspektywą wartości dla akcjonariuszy w sektorze prywatnym odpowiednimi miernikami oceny projektów są wskaźniki służące do prognozowania wpływu projektów na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Analiza opcji realnych i związane z nią metody mogą być użyteczne przy osiągnięciu tego celu. Nie ulega wątpliwości, że podmioty oceniające projekty wyłącznie poprzez szacowanie wpływu projektów na zyski finansowe ignorują znaczący składnik wartości rynkowej, jakim są opcje realne.

5.2. Wartość dla interesariuszy (*stakeholders value*)

Alternatywnym podejściem, dość popularnym w ostatnim czasie, zwłaszcza w krajach europejskich, jest pogląd, że przedsiębiorstwa powinny kreować wartość dla wszystkich zainteresowanych stron (interesariuszy), nie tylko dla akcjonariuszy. Interesariuszami są grupy ludzi, którzy mają jakikolwiek interes w działaniu firmy lub organizacji. Przykładowe grupy interesariuszy przedstawiono na rys. 3. Zazwyczaj



Rys. 3. Przykładowe grupy interesariuszy

Źródło: opracowanie własne.

istotnymi interesariuszami są ci, których działania mogą mieć istotny wpływ na sukces organizacji. Wartość dla interesariuszy obejmuje więc wartość dla pracowników, dostawców, klientów, społeczności lokalnej i całego społeczeństwa.

Zwolennicy bardziej wąskiego pojęcia wartości dla interesariuszy argumentują, że organizacje działające we własnym interesie w kategoriach efektywności ekonomicznej muszą w rzeczywistości uwzględniać interesy wszystkich zainteresowanych stron. Argument ten jednak niesie ukryte założenie, że rynki, na których działa przedsiębiorstwo, są na tyle doskonałe, że interesariusze inni niż akcjonariusze nie są w żaden sposób krzywdzeni przez fakt, że firmy koncentrują się na korzyściach wyłącznie akcjonariuszy, np. zwolnieni pracownicy mogą natychmiast uzyskać ekwiwalentną pracę gdzie indziej, niezadowoleni dostawcy lub konsumenci mogą wiązać się z innymi podmiotami. Zgodnie z tym argumentem w istocie, jeżeli istnieje jakikolwiek wpływ na interesariuszy, to jest to wpływ korzystny; najlepsze przedsiębiorstwa tworzą produkty i usługi, które liczni klienci chcą nabywać w jak najniższej cenie; rosnące ceny ich akcji przyciągają kolejnych inwestorów, co pozwala na zaspokajanie jeszcze większej liczby klientów i zatrudnianie coraz liczniejszych i lepiej zarabiających pracowników; potrzeby systemu podatkowego są również zaspokojone, sukces bowiem podmiotu pozwala na generowanie dochodów podatkowych potrzebnych do sfinansowania potrzeb społecznych.

Założenie o istnieniu rynków doskonałych mogłoby być może stanowić dopuszczalne uproszczenie w warunkach dobrze zdywersyfikowanej, zrównoważonej gospodarki. Pojawiające się jednak dość często różne skandale księgowe i inwestycyjne, spadki na rynku mieszkaniowym, niestabilności na rynkach surowcowych oraz wpływ na środowisko globalnej emisji dwutlenku węgla muszą skłaniać do stawiania nowych pytań odnośnie do akceptacji dla absolutnego uzależnienia przedsiębiorstw od wartości dla akcjonariuszy. Według niektórych krytyków wartości dla akcjonariuszy obecna recesja w dużej mierze została spowodowana przez podejmowanie nadmierne ryzyka, napędzane przez oczekiwania akcjonariuszy na coraz wyższy poziom zysków krótkoterminowych. Z drugiej strony zwolennicy wartości dla akcjonariuszy zwracają uwagę, że głównym problemem jest konflikt agencji, występujący pomiędzy dostawcami kapitału (pryncypałami) oraz menedżerami (agentami), którzy są zatrudniani do podejmowania decyzji, w naturalny sposób są pobudzani przez różne bodźce i bazują na różnych informacjach, w związku z czym najlepszym sposobem, aby działać na rzecz długoterminowych inwestorów, jest ściślejsze powiązanie decyzji z wartością dla akcjonariuszy.

Niezależnie od stanowiska przyjętego w sporze na temat wartości dla akcjonariuszy i wartości dla interesariuszy zdrowy rozsądek sugeruje, że podmioty z sektora prywatnego powinny podczas oceny projektów brać pod uwagę wpływ swoich działań na wszystkie zainteresowane strony. Przedsiębiorstwa działające w branżach podlegających regulacji ze strony państwa, np. w telekomunikacji, są często zobligowane do zabezpieczania interesów klientów, społeczności oraz innych zainteresowanych stron. W każdym jednak przypadku nie byłoby zwykle rozsądne ignorowanie

przez jakikolwiek podmiot istotnych oczekiwań płynących ze strony interesariuszy. Uznanie znaczenia wartości dla interesariuszy osłabia argumenty za korzystaniem ze wskaźników finansowych jako jedynych parametrów w procesie ustalania priorytetów dla projektów.

Stakeholder value jest zwykle bardziej odpowiednią formułą wartości dla organizacji *non-profit* oraz dla podmiotów z sektora publicznego. Jednakże nawet te podmioty, które koncentrują się na interesach akcjonariuszy, muszą brać pod uwagę wpływ ich działań na inne zainteresowane strony. W przeciwnym razie mogą one wstrzymać prowadzenie projektów zapobiegających niekorzystnemu postrzeganiu oraz niepożądanym postawom pracowników, klientów, organów nadzoru oraz społeczności lokalnych. Inwestorzy bardzo często biorą pod uwagę takie czynniki, jak relacje z pracownikami, zadowolenie klientów, zachowanie regulatorów, a także stosunek społeczności do podejmowanych przez podmiot decyzji. Oznacza to, że interesariusze mają niewątpliwie znaczny wpływ na tworzenie wartości dla akcjonariuszy.

Podobnie jak w przypadku wartości dla akcjonariuszy, w literaturze były przedstawiane różne propozycje metod służących do określania wartości dla interesariuszy. Przy wycenie wartości projektu wydaje się, że metody te mogą być wykorzystane poprzez budowę modelu decyzyjnego umożliwiającego selekcję projektów, który bazowałby na ocenie projektów i portfeli projektów w oparciu o kryterium maksymalizacji wartości organizacji (wartości dla akcjonariusza lub wartości dla interesariuszy).

6. Podsumowanie

Określenie spójnego zestawu kryteriów sukcesu projektu stanowi zasadniczy warunek właściwego prowadzenia selekcji potencjalnych projektów, użyteczny przy wspieraniu interesariuszy projektów w ukierunkowywaniu ich wysiłków na właściwą realizację projektów. Poszukiwanie kryteriów sukcesu projektu jest obecne w bogatej literaturze światowej poświęconej temu zagadnieniu¹. Ożywiona dyskusja nie doprowadziła jednak dotychczas do osiągnięcia konsensusu w tym zakresie.

Wydaje się, że kryterium oceny projektów może stać się ich wartość, traktowana jako poziom wartości kreowanej przez projekt na rzecz wartości całej organizacji. Koncepcja ta wymaga rozwinięcia, przede wszystkim w drodze dalszych szczegółowych badań, zarówno empirycznych, jak i koncepcyjnych, ukierunkowanych na sposoby mierzenia wpływu różnych typów projektów na wartość różnego rodzaju podmiotów. W szczególności istotnym elementem modelu oceny projektu powinna być satysfakcja interesariuszy, która jednakże jest trudna do zmierzenia. W tym miejscu pojawia się także kwestia oddzielenia świadomej, aktywnej kreacji wartości

¹ Por. [Morris, Hough 1987; Wit 1988; Wateridge 1995; Shenhar i in. 2001; Gardiner, Stewart 2000; Yu, Flett, Bowers 2005; Thomas, Mullaney 2008].

w ramach projektu od mniej lub bardziej biernego, pasywnego odkrywania wartości przez interesariuszy w trakcie eksploataowania jego produktu. Kwestia ta wydaje się kluczowym problemem oceny wartości generowanej przez projekty. Zaproponowana koncepcja powinna być także badana w szerszym kontekście, a zwłaszcza w ujęciu multiprojektowym, w którym konieczne będzie uwzględnianie dodatkowo ewentualnych decyzji o przerwaniu realizacji projektu.

Literatura

- Foti R., *Priority decisions: portfolio management enables strategic value judgments*, „PM Network” 2002, April.
- Gardiner P., Stewart K., *Revisiting the golden triangle of cost, time and quality: the role of NPV in project control, success and failure*, „International Journal of Project Management” 2000, no. 18(4).
- Goldratt E., *The Haystack Syndrome: Sifting Information Out of the Data Ocean*, North River Press, Great Barrington 1991.
- Łada M., Kozarkiewicz A., *Zarządzanie wartością projektów*, Beck, Warszawa 2010.
- Morris P.W.G., Hough G.H., *The Anatomy Of Major Projects*, Wiley, Chichester 1987.
- Scheler M., *Problemy socjologii wiedzy*, PWN, Warszawa 1990.
- Shenhar A.J. i in., *Project success: a multidimensional strategic concept*, „Long-Range Planning” 2001, no. 34.
- Thomas J., Mullaly M., *Researching the Value of Project Management*, Project Management Institute, Newton Square 2008.
- Yu A.G., Flett P.D., Bowers J.A., *Developing a value-centred proposal for assessing project success*, „International Journal of Project Management” 2005, no. 23(5).
- Wateridge J., *IT projects: a basis for success*, „International Journal of Project Management” 1995, no. 13(3).
- Wit A. de, *Measurement of project success*, „International Journal of Project Management” 1988, no. 6(3).

SELECTED ASPECTS OF VALUE OF PROJECTS MEASUREMENT

Summary: The paper presents reflections on the concept of the value of project, potential sources of this value and its measurement capabilities, as well as an attempt to discuss the impact of projects on the valuation of businesses. In the article we define value of the project, pointing to its relationship with the total of the entity. Due to the inadequacy of financial measures, we focused on describing the possibilities of practical use of the evaluation of projects concept based on shareholder value and stakeholders value.