

**Agnieszka Opalka**

Uniwersytet Szczeciński

---

## ŹRÓDŁA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW – WYBRANE ASPEKTY TEORETYCZNE

---

**Streszczenie:** Podstawowym strategicznym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości. Nie będzie ona skuteczna, jeśli nie zostaną rozpoznane wszystkie czynniki, które determinują wartość. W artykule zaprezentowano różne podejścia do klasyfikacji nośników wartości z punktu widzenia ich istotnego wpływu na generowanie wartości przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** finanse przedsiębiorstw, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa.

### 1. Wstęp

Globalizacja, wzrost gospodarczy, postęp techniczny, rozwój rynków kapitałowych wymusiły zmianę podejścia do zarządzania przedsiębiorstwem. Modyfikacji uległo także określenie celu jego funkcjonowania. Skutecznie i efektywnie może działać przedsiębiorstwo zorientowane na maksymalizację swojej wartości. Pojęcie wartości musi jednak zostać precyzyjnie określone, aby przedsiębiorstwo mogło znaleźć źródła tej wartości w swojej działalności.

Celem artykułu jest syntetyczny przegląd nośników wartości, który można znaleźć w literaturze przedmiotu, w kontekście wpływu na generowanie wartości.

### 2. Wartość przedsiębiorstwa

Zyskującą wspólnie coraz większą popularność – również w Polsce – koncepcją zarządzania jest zarządzanie wartością przedsiębiorstwa określane jako *value based management*. Koncepcja ta jest skierowana głównie na maksymalizację wartości dla udziałowców. Uzyskują oni większe środki, więc inwestują więcej w potrzeby innych, czyli interesariuszy (pracowników, klientów, dostawców, pośredników, instytucje państwowe). Interesariusze natomiast, angażując odpowiedni własny wkład, przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Mądre zarządzanie wartością firmy jest dzisiaj koniecznością. Kto bowiem nie tworzy wartości, ten ją traci. Menedżer powinien być cały czas skoncentrowany na kreowaniu wartości przedsiębiorstwa. W ten sposób firma osiąga takie wyniki finansowe i pozafinansowe, których oczekują rynek i interesariusze [Jabłoński 2008].

Skuteczne zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest możliwe po określeniu, czym jest wartość. W literaturze można znaleźć wiele sposobów definiowania wartości przedsiębiorstwa.

W Międzynarodowych Standardach Rachunkowości (MSR) mówi się o wartości przedsiębiorstwa [Międzynarodowe Standardy... 1999, s. 1360]:

- bieżącej (będzie odpowiadała zdyskontowanej wartości bieżącej przyszłych wpływów środków pieniężnych netto, które wypracuje przedsiębiorstwo w toku działalności gospodarczej);
- bilansowej (będzie odpowiadała sumie aktywów ujmowanych w bilansie po odliczeniu umorzeń oraz łącznej kwoty odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości);
- ekonomicznej (odpowiada cenie sprzedaży netto sumy składników aktywów lub ich wartości użytkowej, zależnie od tego, która z nich jest wyższa);
- godziwej (jest to kwota, za jaką aktywa przedsiębiorstwa mogłyby zostać wymienione na drodze transakcji przeprowadzonej na warunkach rynkowych pomiędzy zainteresowanymi i dobrze poinformowanymi, niepowiązаныmi ze sobą stronami).

Dobrze znane w ekonomii definicje wartości prezentuje również J. Osiatyński [1978]. Według niego wartość może być określona jako:

- wartość użytkowa danego dobra – jest funkcją jego zdolności do zaspokajania ludzkich potrzeb,
- wartość wymienna – wyraża zdolność danego dobra do bycia przedmiotem wymiany na inne dobro,
- cena towaru jako pieniężne wyrażenie jego wartości,
- wartość naturalna, czyli tak zwana wartość centralna.

Aby tworzyć tak szeroko rozumianą wartość przedsiębiorstwa, konieczne jest zidentyfikowanie kluczowych mierników efektywności gospodarowania firmy, czyli nośników wartości (*value drivers*). Oczywiście należy pamiętać o ryzyku, jakie może wpływać na te nośniki, stanowiąc swoistego rodzaju hamulec w tworzeniu wartości.

### 3. Nośniki wartości przedsiębiorstwa

Nośniki wartości mogą być bardzo różne. Ich struktura może zależeć od takich czynników, jak np. rodzaj prowadzonej działalności (specyfika branżowa), otoczenie przedsiębiorstwa, organizacja rynku, w obrębie którego funkcjonuje przedsiębiorstwo (specyfika konkurencji bądź jej brak), stosowana metoda wyceny przedsiębiorstwa.

Niezależnie od przyjętej klasyfikacji czynników tworzących wartość można je pogrupować w cztery zbiory, określane jako makronośniki:

- nośniki wartości związane z wartością majątku przedsiębiorstwa (inwestycyjne nośniki wartości),

- nośniki wartości związane z generowaniem dochodu – zysku (operacyjne nośniki wartości),
- nośniki związane z optymalizacją zaangażowanego kapitału (finansowe nośniki wartości),
- nośniki wartości związane z budowaniem wartości marki przedsiębiorstwa – *good will* (ogólne nośniki wartości).

**Tabela 1.** Kompozycje makronośników, mikronośników oraz sposobów podwyższania wartości

Makronośnik	Mikronośniki	Sposób podwyższania wartości
Stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży	wielkość rynku, udział w rynku, struktura sprzedaży	wzrost efektywności operacyjnej poprzez przygotowanie odpowiednich produktów, wzrost udziału w wartości rynku i utrzymanie rentownych rynków, wejście na nowe rynki, opracowanie nowych produktów, globalizacja działalności, wdrożenie nowej polityki sprzedażowej, oferowanie korzyści cenowych
Marża zysku operacyjnego na sprzedaży (rentowność sprzedaży)	poziom cen, poziom zatrudnienia, płace, ceny materiałów	restrukturyzacja kosztów, optymalizacja produkcji, restrukturyzacja zatrudnienia, wzrost wydajności, standaryzacja produkcji, wzrost efektywności sprzedaży, outsourcing, zarządzanie procesami, rozwój systemów informatycznych
Stopa podatkowa	strategie podatkowe	wykorzystanie ulg i zwolnień, wykorzystywanie efektu osłony podatkowej, rozważenie struktury holdingu międzynarodowego, planowanie w zakresie cel i cen w obrocie wewnętrznym, lokalizacja firmy w „rajach podatkowych”
Inwestycje w kapitał obrotowy netto	cykl rotacji zapasów, cykl rotacji należności, cykl regulowania zobowiązań bieżących	wdrożenie monitoringu w zakresie kapitału obrotowego, optymalizacja stanu zapasów, skracanie cyklu należności, minimalizacja salda wolnej gotówki, poprawa zarządzania zobowiązaniami krótkookresowymi, wdrożenie systemu zarządzania łańcuchami dostaw
Stopa inwestycji w aktywa trwałe	okres przydatności aktywów, skala działalności, wymiana i nakłady na utrzymanie zasobów majątkowych	wydziałanie spółek i sprzedaż udziałów, inwestowanie w projekty rentowne o dodatniej wartości obecnej netto (NPV), sprzedaż niewykorzystywanego majątku, leasing zwrotny aktywów, wynajmowanie niewykorzystywanych aktywów
Struktura i koszt kapitału	koszt kapitału własnego, koszt długu, poziom zadłużenia	pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania, odpowiedni dobór źródeł finansowania, kalkulacja odpowiedniego poziomu dźwigni finansowej, wyznaczenie porównawczego, najlepsze wyniki przynosi analiza branżowa przedsiębiorstw w sektorze kosztu kapitału własnego oraz średnio ważonego kosztu kapitału, instrumenty pozyskiwania kapitału
Okres przewagi konkurencyjnej (okres wzrostu wartości)	zyskowość inwestycji, rodzaj strategii rynkowej, siła konkurencji	innowacyjność, otwarcie na zmiany w firmie, poprawa stosunków z inwestorami, poprawa przepływów pieniężnych, koncentracja na kluczowych kompetencjach, system motywacyjny oparty na wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie na podstawie [Szczepankowski 2007].

Proces kreowania wartości firmy powinien być realizowany równolegle we wszystkich tych zbiorach. Nie oznacza to oczywiście równoległego wprowadzania zmian we wszystkich obszarach. Często nawet jedna zmiana jest dostatecznie trudna i kosztuje firmę wiele czasu, wysiłku i pieniędzy. Dyrektorzy powinni mieć jednak na uwadze fakt, że wszystkie cztery grupy nośników przyczyniają się do wzrostu wartości firmy i nie powinni skupiać się tylko na jednym z nich. Sukces nie kryje się wyłącznie w drenowaniu dostawców, cięciu kosztów pracy lub maniakalnym wchodzeniu w nowe rynki [Jabłoński 2008]. Dlatego każdy makronośnik wartości zawiera w sobie po kilka mikronośników, czyli konkretnych obszarów działalności operacyjnej firmy, w których można realizować konkretne działania, konkretne sposoby podwyższania wartości firmy.

Nadrzędnym celem zarządów przedsiębiorstw dążących do maksymalizowania wartości dla akcjonariuszy powinno być określenie czynników kreujących wartość firmy.

W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele spojrzeń na klasyfikację źródeł wartości przedsiębiorstwa. Jednym z pierwszych, który zajął się identyfikacją czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa był A. Rappaport. Do trzech głównych komponentów wartości zaliczył [Rappaport 1999, s. 65]:

- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej,
- stopę dyskontową,
- zadłużenie.

Następnie zidentyfikował siedem głównych „sił napędowych” wartości:

- okres wzrostu wartości,
- stopę wzrostu sprzedaży,
- marżę zysku operacyjnego,
- inwestycje w majątek trwały,
- inwestycje w kapitał obrotowy,
- stopę podatku dochodowego,
- koszt kapitału.

Nakierowanie przedsiębiorstwa na cel, którym jest maksymalizacja wartości, wymaga zarządzania osobno każdą z kluczowych sił napędowych, z uwzględnieniem ich dezagregacji (dekompozycji) i kaskadowania (przekazywania) na niższe szczeble struktury organizacyjnej firmy [Cwynar 2008].

D. Walters uważa, że do czynników wpływających na wartość, oprócz wymienionych przez Rappaporta, trzeba zaliczyć także [Dudycz 2005, s. 24, za: Walters 1997]:

- zarządzanie lojalnością klientów,
- „koprodukcję”, czyli włączenie dostawców i klientów w proces tworzenia wartości,
- dźwignię operacyjną,
- dźwignię finansową i kontrolę przedsiębiorstwa,
- strategiczne i operacyjne przepływy gotówki,
- zarządzanie zdolnościami wytwórczymi dostępnymi i wykorzystywanymi.

Dalej Walters dzieli wymienione czynniki wartości na operacyjne i strategiczne. Do operacyjnych czynników należą te, którymi mogą zarządzać kierownicy szczebla operacyjnego, realizując jednak strategię przedsiębiorstwa w kreowaniu wartości. Na przykład niewielka modyfikacja opakowania nie jest decyzją strategiczną, a może wpłynąć na wielkość sprzedaży i otrzymywaną marżę. Czynniki strategiczne mają bezpośredni związek z podstawowymi czynnikami wartości dla akcjonariuszy, takimi jak wypłata dywidend, zyski kapitałowe czy wolne strumienie gotówki, i należy je obserwować w długich okresach [Dudycz 2005, s. 26, za: Walters 1997].

A. Black, P. Wright i J. Bachman dzieli czynniki wartości na strategiczne, finansowe i operacyjne. Do czynników strategicznych zaliczają ryzyko, rentowność i wzrost. Czynniki finansowymi są te zaprezentowane przez A. Rappaporta. Natomiast czynniki operacyjne nie mają charakteru uniwersalnego, lecz są specyficzne dla danej jednostki gospodarczej i powinny być tak określone, aby można było je stosować na najniższym szczeblu organizacyjnym [Black, Wright, Bachman 2000, s. 101].

Obszerną grupę czynników przedstawiono też w standardzie Accounting Research Study no 10 [Marcinkowska 2000, s. 35, za: Catlett, Olson 1968]. Należą do nich:

- uzdolniona kadra zarządcza,
- wybitne kierownictwo działu handlowego lub organizacyjnego,
- przyjazne stosunki pracownicze,
- górnolotne programy szkoleniowe pracowników,
- wysoko oceniany wizerunek przedsiębiorstwa w środowisku dzięki działalności charytatywnej oraz dzięki udziałowi załogi w pracach komitetów społecznych i municypalnych,
- efektywna reklama,
- tajemnica procesu technologicznego,
- korzystne warunki kredytowe wynikające z wypracowanej reputacji,
- korzystna współpraca z innym podmiotem,
- strategiczne położenie geograficzne,
- odkrycie talentów lub zasobów,
- sprzyjające warunki podatkowe,
- korzystne regulacje prawne,
- niezbyt korzystne warunki rozwoju konkurencji,
- słabość zarządzania u konkurencji.

Na gruncie literatury polskiej też można odnaleźć klasyfikację źródeł wartości firmy. Jedną z nich proponuje A. Kamela-Sowińska [1996, s. 51]. Grupuje je w następujący sposób:

- procesy społeczno-polityczne, przede wszystkim te, które zmieniają ekonomiczne oblicze systemów gospodarczych; do głównych czynników wyznaczających te zmiany należy prywatyzacja,

- procesy gospodarcze, których źródła należy upatrywać w powstaniu i funkcjonowaniu wielu czynników, takich jak potencjał ludzki, organizacyjny i lokalizacyjny przedsiębiorstw,
- systemy prawa, przez które rozumie się zbiór norm powiązanych licznymi relacjami i uporządkowanych zgodnie z określonymi zasadami.

Własną klasyfikację czynników kreujących wartość firmy przedstawia też M. Marcinkowska [2000, s. 38-39]. Dzieli je na:

- czynniki związane ze składnikami bilansu – elementy, które są lub powinny być ujęte w bilansie przedsiębiorstwa bądź są związane z wykazywanymi aktywami i pasywami,
- czynniki niezwiązane ze składnikami bilansu – w tej grupie znajdują się elementy, które nie zostały oficjalnie uznane za składniki bilansu.

W drugiej grupie czynników wyraźnie wyodrębnia czynniki zewnętrzne, na które przedsiębiorstwo ma ograniczony wpływ, oraz czynniki wewnętrzne, które są bezpośrednio zależne od przedsiębiorstwa i mogą być przez nie kształtowane.

Zaprezentowany tu podział źródeł wartości firmy pozwala na wyodrębnienie tych czynników wartościotwórczych, które są zależne od innych składników przedsiębiorstwa, i tych, które istnieją odrębnie. Podstawowe znaczenie ma fakt, którymi elementami można zarządzać tak, by w efekcie wpływały dodatnio na wartość firmy i wartość przedsiębiorstwa. W przypadku czynników zewnętrznych przedsiębiorstwa nie mają dużej możliwości oddziaływania na nie, jednakże pewnymi zachowaniami mogą z jednej strony wpływać na nie, z drugiej zaś, poprzez podejmowanie określonych decyzji, mogą wykorzystywać szansę i unikać zagrożeń z nimi związanych. Rzeczywiście, podmiot nie jest w stanie kształtować regulacji prawnych, ale poprzez lobbying może wpływać na ich formę; nie może także wpływać na zasoby naturalne, ale może podjąć decyzję o innej lokalizacji; może również kształtować rynek pracy i postawy społeczeństwa, tworząc takie warunki oraz tak kształtując swój image, by wpływać na zachowanie ludzi [Marcinkowska 2000, s. 39 i 83].

Osiągnięcie celu maksymalizacji wartości wymaga więc intensywnych poszukiwań innowacyjnych rozwiązań, które pozwolą organizacji zbudować tzw. efektywny model biznesu. Model ten, stanowiący kombinację aktywów materialnych i kapitału intelektualnego, służy realizacji odpowiedniej do oceny sytuacji rynkowej strategii sukcesu [Jabłoński, Jabłoński 2006, s. 67]. Coraz częściej mówi się już nie tylko o budowaniu wartości przedsiębiorstwa, lecz także o jej kreowaniu. Odkrycie źródła kreacji wartości jest prawie równoznaczne z identyfikacją efektywnego modelu biznesu, którego szukają wszyscy menedżerowie. Kreować wartość można codziennie poprzez konkretne decyzje biznesowe, takie, które w perspektywie krótko- lub długoterminowej powinny się przyczynić do wzrostu wartości organizacji. Ryzyko oczywiście jest duże, gdyż często menedżerowie kierują swoją uwagę nie tam, gdzie rzeczywiście istnieje źródło kreowania wartości. Koncentrują się na wynikach finansowych, nie analizując czynników, które spowodowały, że w danej sytuacji rynkowej, przy określonych zasobach, osiągnęli dany wynik. Nie zastana-

wiąją się nad tym, co było kluczowym czynnikiem, który w największym stopniu spowodował określony efekt [Jabłoński 2008]. Podstawowymi czynnikami mającymi wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa, a odnoszącymi się bezpośrednio do efektywności modelu biznesowego są przedstawione wcześniej nośniki wartości przedsiębiorstwa. Ponieważ model biznesu stosowany przez firmy stale ewaluuje i jest mocno związany z cyklem życia przedsiębiorstwa, to także poszczególne nośniki wartości powinny być w tym kontekście dobrze rozpoznane [Jabłoński, Jabłoński 2006, s. 67].

Zakładając, że wszystkie zaprezentowane powyżej grupy czynników tworzących wartość przedsiębiorstwa mają istotny wpływ na generowanie wartości, zasadne wydaje się koncentrowanie na całości zasobów i wszystkich uczestnikach systemu, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo.

#### 4. Podsumowanie

Rywalizacja o pozycję rynkową każdego przedsiębiorstwa wymaga sprecyzowania podstawowego celu jego działalności. Takim celem – zorientowanym na przyszłość – jest niewątpliwie maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa. Oczywiście zinterpretowania wymaga pojęcie wartości. Podając za M. Jabłońskim, „wartość przedsiębiorstwa stanowi kombinację czynników materialnych i niematerialnych, zestawionych w dynamiczny, efektywny model biznesu, który można wycenić, pomniejszając go o zobowiązania”.

Przedstawione w artykule rozmaite klasyfikacje nośników wartości pokazują, jak różne mogą być przedsiębiorstwa, każde z nich zaś może wymagać innych działań dla poprawienia swojej wartości. Poszczególne czynniki wartości wchodzą przecież we wzajemne relacje, zmiana jednego z czynników może powodować zmianę w kilku innych.

#### Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Catlett G.R., Olson N.O., *Accounting for Goodwill, Accounting Research Study No 10*, American Institute of Certified Public Accountants, New York 1968.
- Cwynar W., *Praktyka – kreowanie wartości firmy*, „Twój Biznes” 2008, nr 5.
- Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Jabłoński M., [www.twójbiznes.infor.pl](http://www.twójbiznes.infor.pl). (2008).
- Jabłoński M., Jabłoński A., *Efektywne modele biznesu*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas w Sosnowcu, 2006, z. 2.
- Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996.
- Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999, International Accounting Standards Committee, London 1999.

- Osiatyński J., *Kapitał, podział, wartość. Kryzys ekonomii neomarginalistycznej*, PWN, Warszawa 1978.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menadżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWN, Warszawa 2007.
- Walters D., *Developing and implementing value -based strategy*, „Management Decision” 1997, no 35/10.

## **SOURCES VALUE OF ENTERPRISES – SELECTED THEORETICAL ASPECTS**

**Summary:** The main strategic goal of business is to maximize its value. It will not be effective unless identified all the factors that determine value. Article presents various approaches to the classification in terms of media value view of their significant impact on generating business value.