

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

303

Gospodarka turystyczna w regionie

**Wybrane problemy funkcjonowania regionów,
gmin i przedsiębiorstw turystycznych**

Redaktor naukowy

Andrzej Rapacz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Jadwiga Marcinek
Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz
Korektor: Barbara Cibis
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Projekt współfinansowany z budżetu województwa dolnośląskiego



**DOLNY
ŚLĄSK**

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-362-5

Wersja pierwotna: publikacja drukowana
Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp.....	9
Iwona Bąk , Badanie poziomu atrakcyjności turystycznej powiatów województwa zachodniopomorskiego z wykorzystaniem wielowymiarowej analizy korespondencji.....	11
Marlena Bednarska , Budowanie wizerunku pracodawcy z wyboru – wyzwanie dla przedsiębiorstw turystycznych.....	22
Krzysztof Borodako, Jadwiga Berbeka, Michał Rudnicki , Analiza wykorzystywania wybranych usług biznesowych przez polskie przedsiębiorstwa turystyczne.....	31
Krzysztof Borodako , Konsultacje biznesowe w kontekście współpracy małopolskich firm turystycznych.....	41
Jacek Borzyszkowski , Współczesne wyzwania <i>destination management organizations</i> (DMO).....	49
Maciej Dębski , Wpływ postrzegania działań proekologicznych hotelu przez turystów na skłonność do wdrażania zasad zrównoważonego rozwoju.....	58
Diana Dryglas , Analiza SWOT w obszarze funkcji uzdrowskiej Krynicy-Zdroju jako instrument kształtowania strategii marketingu terytorialnego.....	67
Grzegorz Golebski , Kondycja finansowa organizatorów turystyki w Polsce w latach 2007-2011.....	78
Aleksandra Grobelna , Uwarunkowania kreatywności czynnika ludzkiego w przedsiębiorstwie hotelowym.....	93
Marian Gůčik, Tomáš Gajdošik , Vzťahy spolupráce v cestovnom ruchu v regióne Vysoké Tatry.....	105
Małgorzata Januszewska , Proces prywatyzacji przedsiębiorstw uzdrowskich w Polsce.....	116
Maja Jedlińska , Strategie rozwoju w systemach hotelowych.....	127
Małgorzata Jędrasiak , Innowacyjność w hotelarstwie na przykładzie wybranych hoteli Dolnego Śląska.....	140
Joanna Kizielewicz , Współpraca na rzecz rozwoju turystyki morskiej w województwie pomorskim.....	150
Renata Krukowska, Ewa Skowronek, Andrzej Tucki , Działania innowacyjne branży turystycznej województwa lubelskiego w zakresie rozwoju oferty turystycznej.....	161
Beata Meyer , Funkcja turystyczna a zrównoważony rozwój obszarów nadmorskich na przykładzie gmin województwa zachodniopomorskiego ..	170

Jolanta Mirek , Rola marketingu terytorialnego we wdrażaniu koncepcji zrównoważonego rozwoju w polskich uzdrowiskach	179
Marcin Molenda , Narzędzia motywowania pracowników w przedsiębiorstwie gastronomicznym	188
Arkadiusz Niedziółka , Współpraca instytucjonalna w zakresie promocji agroturystyki w województwie małopolskim	196
Marcin Olszewski , Strategie zarządzania wiedzą w przedsiębiorstwach hotelarskich – implikacje dla konkurencyjności przez jakość	205
Aleksander Panasiuk , Ocena zaangażowania gmin w pozyskiwanie środków Unii Europejskiej w zakresie gospodarki turystycznej	214
Daniel Puciato , Uwarunkowania wdrażania innowacji w przedsiębiorstwach hotelowych z Wrocławia	223
Michał Rudnicki , Wykorzystanie aplikacji mobilnej jako innowacyjnego kanału komunikacji przedsiębiorstw rynku turystycznego z konsumentami na przykładzie Kopalni Soli „Wieliczka”	235
Kristina Šambronská , GAP model as one possibility of evaluating hotel service quality	247
Bogusław Stankiewicz, Julia J. Sienkiewicz , Kluczowe czynniki pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw sektora turystyki uzdrowiskowej w Polsce – studium na przykładzie województwa zachodniopomorskiego ...	255
Łukasz Stokłosa, Jan Krupa, Łukasz Wątroba , Portal internetowy jako narzędzie komunikacji i promocji obszarów recepcji turystycznej – analiza porównawcza na przykładzie województwa podkarpackiego i szwajcarskiego kantonu Ticino	265
Tomasz Studzieniecki , Współpraca na rzecz rozwoju turystyki na pograniczu polsko-rosyjskim	276
Joanna Szczęсна , Możliwości rozwoju turystyki zrównoważonej na obszarze województwa lubelskiego	285
Dawid Szutowski , Generatory wartości w przedsiębiorstwach hotelowych ...	297
Elżbieta Szymańska , Innowacyjność procesowa organizatorów turystyki w świetle badań jakościowych	307
Agnieszka Ulfik , Rola samorządów terytorialnych w kształtowaniu turystyki w regionach	316
Edward Wiśniewski , Ocena atrakcyjności turystycznej powiatów województwa zachodniopomorskiego	324
Zbigniew Zontek , Źródła innowacyjności przedsiębiorstw turystycznych w regionie	335
Michał Żemła , Konkurencyjność obszarów turystycznych – od współpracy wewnątrzregionalnej do współpracy międzyregionalnej. Aspekty teoretyczne	345

Summaries

Iwona Bąk , Application of correspondence analysis in the analysis of tourist attractiveness of counties of West Pomeranian Voivodeship.....	21
Marlena Bednarska , Employer branding as a challenge for tourism enterprises	30
Krzysztof Borodako, Jadwiga Berbeka, Michał Rudnicki , The analysis of use of selected business services by Polish tourism enterprises.....	40
Krzysztof Borodako , Business consultations among Małopolska's tourism firms	48
Jacek Borzyszkowski , Present-day challenges for Destination Management Organizations (DMO).....	57
Maciej Dębski , Hotels and sustainable development of the region-fiction, possibility or necessity	66
Diana Dryglas , SWOT analysis in the area of Krynica-Zdrój spa function as an element of the territorial marketing strategy formation.....	77
Grzegorz Gołębski , Financial condition of tourism organisers in Poland in the period 2007-2011	92
Aleksandra Grobelna , Determinants of the human resources' creativity in the hotel enterprise	104
Marian Gúčík, Tomáš Gajdošík , Tourism cooperative relations in the region of high Tatras	115
Małgorzata Januszewska , The process of spa enterprises privatization in Poland.....	126
Maja Jedlińska , Development strategies in hotel systems.....	138
Małgorzata Jędrasiak , Innovation in Polish hotel business on a basis of Lower Silesia hotels	149
Joanna Kizielewicz , Cooperation for the development of marine tourism in Pomeranian Voivodeship	160
Renata Krukowska, Ewa Skowronek, Andrzej Tucki , Innovation of the tourism stakeholders in product development as exemplified by Lublin Voivodeship	169
Beata Meyer , Tourism function and sustainable development of the seaside areas on the example of West Pomeranian Voivodeship's communes	178
Jolanta Mirek , Role of territorial marketing in implementing the concept of sustainable development in Polish health resorts	187
Marcin Molenda , Tools for motivating employees in a gastronomic company.	195
Arkadiusz Niedziółka , Institutional cooperation in the range of agritourism promotion in Małopolska Voivodeship.....	204
Marcin Olszewski , Knowledge management strategies in hospitality enterprises – implications for competing by quality	213

Aleksander Panasiuk , Evaluation of engagement of municipalities in raising European Union funds for tourism economy	222
Daniel Puciato , Determinants of innovation implementation in hotel enterprises located in Wrocław	234
Michał Rudnicki , Use of mobile applications as an innovative channel of communication between tourism businesses and consumers. Case study: Wieliczka Salt Mine's mobile apps.....	245
Kristina Šambronská , Model GAP jako jedna z możliwości szacowania jakości usług hotelowych	254
Bagusław Stankiewicz, Julia J. Sienkiewicz , Key factors of competitive position of health tourism enterprises in Poland – study on the example of West Pomeranian Voivodeship.....	264
Łukasz Stokłosa, Jan Krupa, Łukasz Wątroba , Internet portal as a communication and promotion tool of tourism destinations – a comparative analysis on the example of Subcarpathian Voivodeship and the Canton of Ticino.....	275
Tomasz Studzeniecki , Cooperation for tourism development on Polish Russian border.....	284
Joanna Szczęsna , Capabilities of sustainable tourism development Lublin Voivodeship	296
Dawid Szutowski , Value drivers in hotel companies.....	306
Elżbieta Szymańska , Process innovativeness of tour operators in the light of qualitative surveys.....	315
Agnieszka Ulfik , The role of local governments in the creation of tourism in regions	323
Edward Wiśniewski , Evaluation of tourist attractiveness of West Pomerania counties.....	334
Zbigniew Zontek , Sources of innovation of tourist enterprises in a region	344
Michał Żemła , Competitiveness of tourist areas – from intra to inter-destination cooperation. Theoretical aspects.....	355

Dawid Szutowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

GENERATORY WARTOŚCI W PRZEDSIĘBIORSTWACH HOTELOWYCH

Streszczenie: Problematyka procesu zarządzania ukierunkowanego na kreację wartości nie jest szeroko rozpoznana w odniesieniu do przedsiębiorstw hotelowych. W artykule zaprezentowano wyniki badania nad generowaniem przez nie wartości na przykładzie Grupy Kapitałowej Orbis. Skorzystano z metody *case study*. Celem badania jest określenie możliwości wykorzystania finansowych generatorów wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem hotelowym. Podstawą wnioskowania była ekonomiczna wartość dodana w wersji oczyszczonej (REVA) oraz finansowe generatory wartości (FGW) określone przez Alfreda Rappaporta [1999]. Zbadano zależności występujące pomiędzy tymi zmiennymi oraz obliczono współczynniki korelacji. Wyniki badania wskazują na ograniczoną możliwość wykorzystania FGW w przedsiębiorstwach hotelowych ukierunkowanych na kreację wartości.

Słowa kluczowe: wartość, generatory wartości, koncepcja VBM, przedsiębiorstwo hotelowe.

1. Wstęp

Wiele przedsiębiorstw funkcjonuje przy zachowaniu podziału na właścicieli, którzy dostarczają kapitał, i menedżerów, którzy są opłacanymi pracownikami sprawującymi funkcje zarządcze. Przyjmując założenia koncepcji VBM (*Value Based Management* – zarządzanie ukierunkowane na kreację wartości), z punktu widzenia właścicieli głównym celem działalności przedsiębiorstwa jest kreacja przez nie wartości, a z drugiej strony podstawową powinnością menedżerów jest takie nim zarządzanie, aby wartość faktycznie była kreowana. Z punktu widzenia właścicieli możliwe jest mierzenie stopnia osiągnięcia celu głównego przy użyciu określonych instrumentów. Z drugiej strony – menedżerów – narzędzia stosowane w procesie zarządzania powinny być dobrane tak, aby przy ich użyciu osiągnięcie owego celu było możliwe. Rozbieżności pomiędzy instrumentami stosowanymi z obu stron (właścicieli i menedżerów) mogą prowadzić do istotnych niezgodności. Jednym z najszerzej stosowanych mierników nowo wytworzonej wartości jest wskaźnik ekonomicznej wartości dodanej (EVA, *economic value added*), który dla przedsiębiorstw hotelowych powinien być stosowany w wersji oczyszczonej (REVA) [Lee, Kim 2009]. Wspieranie

procesu zarządzania bądź pomiar jego efektywności może zaś odbywać się przy użyciu finansowych generatorów wartości zaproponowanych przez Alfreda Rappaporta [1999].

W artykule zaprezentowano wyniki badania dotyczącego możliwości wykorzystania finansowych generatorów wartości w procesie zarządzania w przedsiębiorstwach hotelowych. Badanie empiryczne zostało przeprowadzone przy użyciu metody *case study*, na podstawie danych zaczerpniętych ze sprawozdań finansowych Grupy Kapitałowej Orbis. Problem badawczy zawiera się w pytaniu: czy finansowe generatory wartości są narzędziem umożliwiającym ocenę skuteczności zarządzania przedsiębiorstwem hotelowym ukierunkowanym na kreację wartości?

2. Sytuacja finansowa przedsiębiorstwa

Przyjęcie koncepcji VBM determinuje ustanowienie kreacji wartości dla dostawcy kapitału jako głównego celu działania przedsiębiorstwa. Mierzenie nowo wytworzonej wartości może się odbywać przy użyciu wskaźnika ekonomicznej wartości dodanej (EVA), który pokazuje efekt gospodarowania przedsiębiorstwa. Jego wariacją jest wskaźnik oczyszczonej ekonomicznej wartości dodanej (REVA) [Bacidore 1997], który charakteryzuje się podejściem bardziej „rynkowym” poprzez zastąpienie kategorii zainwestowanego kapitału przez wartość rynkową aktywów [Bacidore 1997], przy pozostałych zmiennych niezmiennych. Wykorzystanie REVA jest postulowane w odniesieniu do przedsiębiorstw hotelowych [Lee, Kim 2009], przy czym wskaźnik ten dzieli najważniejsze zalety EVA. Oparty jest na zysku, od którego odejmowany jest koszt wartości rynkowej aktywów, dzięki czemu podobnie jak EVA obrazuje nadwyżkę przypadającą dostawcy kapitału ponad stopę zwrotu z analogicznej inwestycji [Kocjan 2010]. Dzięki integracji kosztu kapitału oba wskaźniki prezentują pełniejszy obraz przedsiębiorstwa, niż wynikałoby jedynie z analizy przychodów [Mäkeläinen 2011]. O sile REVA, w tej dziedzinie tożsamej z EVA, stanowią ponadto następujące cechy [Damodaran 2005]:

1) EVA jest zbliżona do NPV, na bazie teorii finansów korporacyjnych można bowiem przyjąć, że wprowadzanie projektów o dodatnim NPV wpływa pozytywnie na wartość przedsiębiorstwa;

2) EVA pozwala uniknąć problemów związanych z metodami opartymi na spreadach (różnicach pomiędzy kursem kupna i sprzedaży) procentowych, jak – ROE (*return on equity* – zwrot z kapitału własnego) lub ROC (*rate of change* – wskaźnik giełdowy informujący o różnicy ceny akcji w danej sesji i w sesjach przeszłych);

3) EVA sprawia, że menedżerowie są odpowiedzialni za wskaźnik, nad którym mają dużo większą kontrolę (poprzez ROIC i WACC) niż nad ceną akcji przedsiębiorstwa;

4) wpływ na wartość EVA mają niemal wszystkie decyzje podejmowane przez zarząd.

Powyższe charakterystyki uzasadniają przyjęcie wskaźnika REVA jako punktu odniesienia w dalszych rozważaniach.

Finansowe generatory wartości (FGW) zostały zaproponowane przez Alfreda Rappaporta w roku 1999, by potem pojawić się pod różnymi nazwami w opracowaniach również polskich autorów. Stanowią one grupę siedmiu zmiennych determinujących wartość przedsiębiorstwa:

1. Stopa wzrostu sprzedaży, czyli zmiany przychodów ze sprzedaży towarów i usług z okresu na okres.

2. Marża zysku operacyjnego, czyli relacja zysku przed opodatkowaniem i spłatą odsetek do wartości sprzedaży.

3. Stopa podatku dochodowego, czyli wartość procentowa reprezentująca stopę podatku obciążającą zysk.

4. Inwestycje w kapitał obrotowy, czyli inwestycje netto w należności, zapasy, rozliczenia międzyokresowe i zobowiązania.

5. Inwestycje w majątek trwały, reprezentowane przez nakłady inwestycyjne pomniejszone o wartość amortyzacji.

6. Koszt kapitału, odzwierciedlający średnią ważoną dla kosztu kapitału obcego i własnego.

7. Okres prognozy¹.

Sześć FGW wpływa na wolne przepływy pieniężne (FCF), koszt kapitału odzwierciedla zaś stopę dyskontową [Michalski 2001], przy czym obie wartości są kluczowe dla metody wyceny DCF (*discounted cash flow* – zdyskontowane przepływy pieniężne), przez co i dla REVA. Teoretycznie więc powinna występować silna zależność pomiędzy zmianami FGW i REVA; wzrost REVA będzie efektem [Michalski 2001]:

- podwyższenia stopy wzrostu przychodów,
- zwiększenia rentowności operacyjnej sprzedaży,
- obniżenia efektywnej stopy podatku dochodowego,
- zmniejszenia stopy niezbędnych inwestycji w kapitał obrotowy netto,
- zmniejszenia stopy niezbędnych inwestycji w aktywa trwałe netto,
- obniżenia kosztu kapitału,
- wydłużenia okresu prognozy (przewagi konkurencyjnej).

Uproszczona możliwość wykorzystania FGW w procesie zarządzania odbywa się w formie określenia ich wartości granicznych [Maćkowiak 2009], przy czym pomijane są zarówno stopa podatku dochodowego (określana przez ustawodawcę, na którego decyzje przedsiębiorstwo nie ma wpływu), jak i okres prognozy (przewagi konkurencyjnej), który zależy od indywidualnych założeń przyjętych w przedsiębiorstwie [Maćkowiak 2009]. Dla pozostałych FGW wartości graniczne interpretuje się jako wielkości, których osiągnięcie zagwarantuje niezmienną wartość ekonomiczną

¹ W innych opracowaniach można znaleźć interpretację, że siódmym generatorem jest okres przewagi konkurencyjnej, czyli ten, w którym ROI (*return on investment* – zwrot z inwestycji) przewyższa WACC (*weighted average cost of capital* – średni ważony koszt kapitału) [Michalski 2001].

nej przedsiębiorstwa, czyli EVA wyniesie zero. Powyższą interpretację można rozszerzyć również na przyjęty w opracowaniu wskaźnik REVA. Znika obowiązek każdorazowego obliczania FGW i ich analizy pod kątem kreacji wartości oraz zostaje umożliwiające szybkie zebranie informacji o [Maćkowiak 2009]:

- działalności operacyjnej – analiza granicznej stopy wzrostu sprzedaży i marży zysku operacyjnego;
- obszarze decyzji inwestycyjnych – analiza granicznej wartości nakładów inwestycyjnych na aktywa trwałe i kapitał obrotowy;
- finansowaniu przedsiębiorstwa – analiza kosztu kapitału.

3. Możliwości wykorzystania FGW w przedsiębiorstwie hotelowym – analiza empiryczna

Wykorzystanie FGW, które postulowane jest w literaturze [Rappaport 1999], zdaje się nie być możliwe każdorazowo i bezkrytycznie. Każde przedsiębiorstwo posiada bowiem własną specyfikę, która objawia się również w jego sferze finansowej. Pewnego rodzaju uogólnienie może zostać dokonane na poziomie sektora.

Najważniejsze cechy przedsiębiorstw hotelowych, które mogą wpływać na proces kreacji wartości i które uwzględniono w badaniu, to:

- znaczący udział turystów zagranicznych i w efekcie dewiz (dodatnie i ujemne różnice kursowe wpływają na przychody i koszty finansowe wykazywane w rachunku zysków i strat, a w konsekwencji i na EBIT, i na ROI),
- finansowanie inwestycji przy możliwie wysokim zaangażowaniu kapitałów własnych (co wpływa na WACC poprzez zdeterminowanie struktury kosztów),
- kategoryzacja (która może skokowo oddziaływać na zwrot z inwestycji – ROI),
- charakter wydatków na badania i rozwój, koncentrujących się wokół struktur organizacyjnych oraz kanałów komunikacyjnych i systemów sprzedaży [Vila i in. 2012, s. 80] (nakłady ujmowane w rachunku zysków i strat okresu powinny zostać skapitalizowane i zamortyzowane dla efektywnego okresu realizacji projektu [Cheng 2011]),
- kluczowa rola czynnika ludzkiego [Nilsson i in. 2011; Murphy 2007] i brak możliwości jego substytucji w kontaktach *tête-à-tête* z klientem (co determinuje strukturę kosztów, gdzie koszty wynagrodzeń statystują na poziomie 30-40% ogółem [Gołembski 2007]),
- sezonowość, która determinuje odpowiednią periodyzację obliczeń, zapewniającą ich porównywalność [Chow i in. 2003].

W badaniu zastosowano metodę *case study*. Zgodnie z literaturą przedmiotu *case study* jest właściwą metodą badawczą w odniesieniu do problemów, które są nowe [Eisenhardt 1989], a źródło danych może być dobrane w sposób nielosowy, ale taki, który jak najlepiej odzwierciedlał będzie badane zjawisko [Stake 1995]. Dodatkową zaletą wykorzystania *case study* jest oparcie wnioskowania na danych empirycznych, co może przesądzać o praktycznej użyteczności wniosków [Eisenhardt 1989].

Przeprowadzenie analizy było możliwe dzięki wykorzystaniu ogólnodostępnych dokumentów publikowanych przez przedsiębiorstwa giełdowe. Bazowano na rocznych skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych Grupy Kapitałowej Orbis notowanej na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Korzystano z danych za okres sześciu lat, od roku 2006 do 2011 włącznie. Wykorzystano również ogólnodostępne dane o kształtowaniu się kursu akcji Grupy Kapitałowej Orbis z analogicznego okresu.

4. Rezultaty badawcze

Celem badania było określenie siły i kierunku oddziaływania każdego z pięciu² generatorów wartości na REVA. Pierwszym etapem było obliczenie oczyszczonej ekonomicznej wartości dodanej dla sześciu kolejnych lat. Następnym krokiem było obliczenie wartości każdego z FGW w tym samym horyzoncie czasowym. Uzyskane w toku obliczeń dane zestawiono ze sobą w celu uchwycenia zależności. Każdorazowo obliczono współczynnik korelacji. Założono, że niska wartość bezwzględna współczynnika korelacji pomiędzy pojedynczym FGW i REVA oznacza ograniczone możliwości jego wykorzystania w procesie zarządzania nakierowanym na kreację wartości mierzoną wskaźnikiem REVA. Przeciwnieństwem będzie wysoka wartość bezwzględna współczynnika oznaczająca możliwości szerokie. Źródłem niezbędnych danych były roczne skonsolidowane sprawozdania Grupy Kapitałowej Orbis.

Obliczono wskaźnik oczyszczonej ekonomicznej wartości dodanej (REVA), co pozwoliło na ustanowienie punktu odniesienia dla późniejszych obliczeń FGW. Uzyskane wyniki prezentuje tabela 1. (dane w tys. PLN).

Tabela 1. Wartości wskaźnika REVA za lata 2006-2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
REVA	-133 601,61	-103 814,14	-86 737,08	-100 207,76	-112 898,50	3226,27

Źródło: opracowanie własne, na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy Kapitałowej Orbis za lata 2006-2011.

Grupa Kapitałowa Orbis w badanym okresie nie kreowała nowej wartości. Wyjątkiem jest rok 2011, kiedy to nastąpił skokowy wzrost wskaźnika REVA spowodowany drugą najniższą (po 2008 r.) wyceną rynkową akcji przedsiębiorstwa (wpływającą na WACC) oraz drugim najwyższym (po 2007 r.) wynikiem zysku operacyjnego po opodatkowaniu (NOPAT).

² Ze względu na specyfikę takich generatorów, jak gotówkowa stopa podatkowa i okres prognozy (przewagi konkurencyjnej), postanowiono pominąć je w analizie. Stopa podatkowa jest ustalana przez ustawodawcę i nie ma możliwości kształtowania jej przez przedsiębiorstwo, a dodatkowo w badanym okresie pozostała ona na niezmiennym poziomie. Okres prognozy (przewagi konkurencyjnej) przyjęto każdorazowo na poziomie sześciu okresów, generator ten również więc nie podlegał wahaniom, przez co trudno mówić o wpływie jego zmian na wartość REVA.

Generatorem wartości, który najsilniej korelował ze wskaźnikiem REVA, była w danym okresie marża zysku operacyjnego. Wahala się ona w przedziale od 5% w roku 2008 do 22% w 2011. Współczynnik korelacji dla niej i REVA uplasował się na poziomie 0,63 i był jedynym, który przekroczył próg 0,5 (zob. tab. 2 i rys. 1).

Marża zysku operacyjnego plasowała się na najniższych poziomach w latach 2008 i 2010. Było to spowodowane w pierwszym przypadku korektą planów inwestycyjnych będących pochodną kryzysu finansowego oraz w drugim przypadku znaczącą obniżką cen usług i kosztami reklamowymi, co miało przyciągnąć klientów w okresie spowolnienia w branży hotelowej. Wzrost marży w roku 2011 to efekt m.in. wprowadzenia modelu *asset-light*³ rok wcześniej.

Drugim w kolejności FGW najsilniej korelującym z REVA był koszt kapitału. Zgodnie z założeniem uzyskał on współczynnik ujemny, o wartości -0,47. Koszt kapitału podlegał wahaniom od 7,3% w 2011 r. do 9,06% w 2008 (zob. tab. 2 i rys. 1).

Grupa Kapitałowa Orbis korzystała z licznych kredytów inwestycyjnych, czyli z kapitałów obcych charakteryzujących się niższym kosztem od kapitałów własnych. W roku 2009 nastąpiła spłata raty jednego z kredytów w wysokości 95 mln PLN, przez co struktura kapitałowa powróciła do postaci bardziej charakterystycznej dla hotelarstwa. Dzięki zbyciu udziałów w działalnościach nierentownych, swoistemu „czyszczeniu składu portfela”, w tym samym roku udało się trwale obniżyć koszt kapitału. Miało to również związek ze zwiększeniem zaangażowania ze strony strategicznego inwestora.

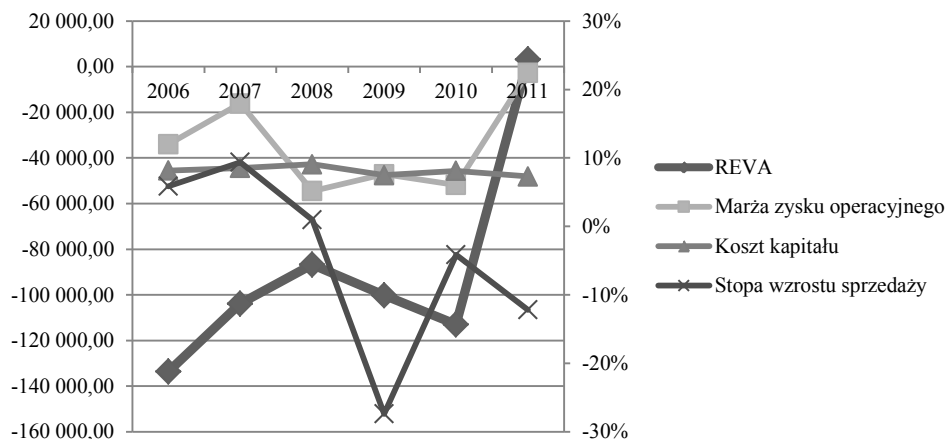
Trzecim generatorem wartości najsilniej korelującym z REVA była stopa wzrostu sprzedaży. Uzyskany współczynnik korelacji wyniósł -0,34. Wartość ujemna współczynnika jest niezgodna z założeniami literaturowymi i może być interpretowana tak, że co prawda wzrost sprzedaży odpowiadał w jakiejś części za wzrost wskaźnika REVA, ale wpływ innych czynników był od niego silniejszy, zdominował zmiany REVA i nie pozwolił na uchwycenie zależności. W związku z powyższym należy wysnuć wniosek, że wolumen sprzedaży nie przesądza o kreacji wartości i nie ma na nią dominującego wpływu, jak można było przypuszczać ze względu na brak możliwości magazynowania. Stopa wzrostu sprzedaży wahała się w przedziale od 9% w roku 2007 do -27% w 2009 (zob. tab. 2 i rys. 1).

Od III kwartału 2008 r. zaczął być widoczny wpływ światowego kryzysu finansowego w postaci spadku sprzedaży. Drugim ważnym elementem było wspomniane uprzednio „czyszczenie portfela” z działalności nierentownych. Spadek wolumenu sprzedaży może być interpretowany jako zjawisko korzystne w momencie, kiedy grupa kapitałowa rezygnuje z prowadzenia działalności, która jest nierentowna. W takim wypadku spadek wolumenu sprzedaży będzie pozytywnie wpływał na kreację wartości.

Dwa FGW, które najsłabiej korelowały ze wskaźnikiem REVA, to inwestycje w kapitał obrotowy i inwestycje w majątek trwały. Pierwszy z nich – inwestycje

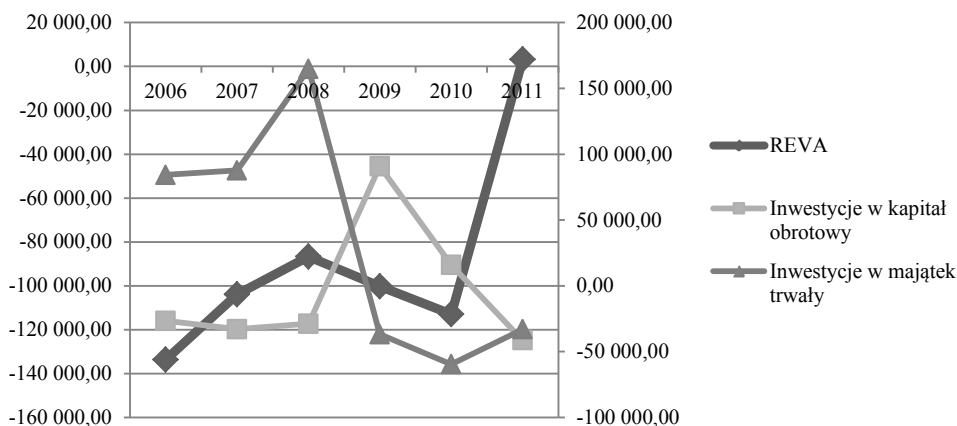
³ Własność obiektów zostaje przeniesiona na długoterminowych inwestorów, a działalność jest oparta na umowach dzierżawy oraz umowach o zarządzanie i franszyzę.

w kapitał obrotowy – wahał się od 90 912 tys. PLN w 2009 r. do –41 373 tys. PLN w roku 2011. Uzyskany współczynnik korelacji wyniósł $-0,3$ (zob. tab. 2 i rys. 2).



Rys. 1. Wartości REVA oraz marży zysku operacyjnego, kosztu kapitału i stopy wzrostu sprzedaży w okresie 2006-2011 (dane REVA w tys. PLN)

Źródło: opracowanie własne, na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy Kapitałowej Orbis za lata 2006-2011.



Rys. 2. Wartości REVA oraz inwestycji w kapitał obrotowy i inwestycji w majątek trwały w okresie 2006-2011

Źródło: opracowanie własne, na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy Kapitałowej Orbis za lata 2006-2011.

Tabela 2. Zbiorcza prezentacja uzyskanych danych dla poszczególnych FGW i REVA za lata 2006-2011

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
REVA	-133 601	-103 814	-86 737	-100 207	-112 898	3 226
Marża zysku operacyjnego	12%	18%	5%	8%	6%	22%
Koszt kapitału	8,16%	8,53%	9,06%	7,49%	8,11%	7,30%
Stopa wzrostu sprzedaży	6%	9%	1%	-27%	-4%	-12%
Inwestycje w kapitał obrotowy	-26 541	-32 951	-28 834	90 912	15 982	-41 373
Inwestycje w majątek trwały	84 244	87 714	164 758	-36 820	-59 568	-33 034

Źródło: opracowanie własne, na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Grupy Kapitałowej Orbis za lata 2006-2011.

Kapitał obrotowy wiąże się z bieżącą działalnością przedsiębiorstwa. Dla przedsiębiorstw hotelowych kluczowa jest dla niego zmiana stanu należności i zobowiązań, mniej istotna natomiast zmiana zapasów. Jego regulowanie jest odpowiedzią na aktualną sytuację rynkową.

Najsłabiej korelującym z REVA generatorem wartości były inwestycje w majątek trwały. Wahały się one od 164758 tys. PLN w roku 2008 do -59568 tys. PLN w 2010. Uzyskany współczynnik korelacji wyniósł -0,27 (zob. tab. 2 i rys. 2).

Należy przy tym zwrócić uwagę na wyjątkowy charakter inwestycji w majątek trwały i potrzebę niezależnego ich traktowania. Dzieje się tak dlatego, że nakłady te są dla przedsiębiorstwa niezbędne i przynoszą zwrot w długim okresie (przy czym zwrot ten jest nieregularny), np. ze względu na wzmiankowaną kategoryzację. W całym badanym okresie przedsiębiorstwo prowadziło aktywną politykę restrukturyzacji zarówno w ramach działalności podstawowej (zakup hoteli, modernizacja i sprzedaż już posiadanych), jak i w ramach działalności dodatkowych, z których systematycznie rezygnowano. W dłuższej perspektywie nakłady te powinny skutkować wysokim stopniem koncentracji na działalności podstawowej oraz specjalizacją i budowaniem silnej marki. Wysokie nakłady inwestycyjne można więc oceniać pozytywnie, absolutną koniecznością jest jednak warunek uzyskiwania odpowiedniej stopy zwrotu z inwestycji. Stąd nie ma jednoznacznej reguły, jak ten FGW powinien korelować z REVA – każdy przypadek powinien być traktowany indywidualnie. Należy ponadto uwzględnić ewentualny efekt ich zaniechania (zob. zbiorczą prezentację wartości poszczególnych FGW i REVA w tab. 2).

5. Podsumowanie

Z uwagi na rzadkość badań dotyczących narzędzi zarządczych w postaci generatorów wartości w kontekście kreacji wartości przez przedsiębiorstwa hotelowe, badanie może stanowić przydatny materiał zarówno praktyczny, jak i teoretyczny. Ze względu na przyjętą metodykę i obiektywne ograniczenie w postaci wyboru *case study*

jako metody badawczej badanie ma charakter wstępny i należy traktować je jako element rozumowania indukcyjnego i źródło hipotez, a nie jako materiał służący do ich weryfikacji. Wyniki nie mogą zostać uogólnione, ponadto należy zachować ostrożność przy ich interpretacji. Uzyskaniu miarodajnych wyników może w przyszłości sprzyjać zmiana sposobu doboru próby badawczej i wykorzystanie doboru losowego. Ponadto zasadne będzie rozszerzenie przedmiotu badania z generatorów wartości według Rappaporta [1999] na szerszą grupę narzędzi zarządczych.

Biorąc pod uwagę uzyskane w toku badania współczynniki korelacji, stwierdza się ograniczone możliwości wykorzystania FGW w przedsiębiorstwach hotelowych ukierunkowanych na kreację wartości mierzoną wskaźnikami ekonomicznej wartości dodanej. Należy przy tym zwrócić uwagę na fakt, że przy danych założeniach (VBM, REVA) badanie wykazało ograniczoną możliwość stosowania poszczególnych FGW (np. stopy wzrostu sprzedaży), nie przesądziło jednak o braku istotności poszczególnych zmiennych (np. wzrostu sprzedaży jako takiego). Z uwagi na wskazane powyżej ograniczenia wykorzystania FGW w toku zarządzania przedsiębiorstwem hotelowym ukierunkowanym na kreację wartości zaleca się poszukiwanie innych narzędzi zarządczych.

Literatura

- Cheng L., *Study of the Special Adjustment Methods for Calculating EVA*, Proceedings of the 8th International Conference on Innovation & Management, Kitakyushu, Japan 2011, http://www.pucsp.br/icim/ingles/downloads/papers_2011/part_1/proc_1.pdf, dostęp: 3.12.2012.
- Chow C., Haddad K., Leung S., Sterk W., *Using Value-Based Performance Measures to Improve Hotel Profitability*, "International Journal of Hospitality & Tourism Administration" 2007, vol. 4, no. 1, s. 23-50.
- Eisenhardt K.M., *Building Theories from Case Study Research*, Academy of Management, "The Academy of Management Review" 1989, vol. 14, no. 4, s. 532-550.
- Gołembski G. (red.), *Przedsiębiorstwo turystyczne. Ujęcie statyczne i dynamiczne*, PWE, Warszawa 2007.
- Kocjan J., *Analiza fundamentalna. Analiza techniczna*, ATF Consulting 2010, http://www.atfconsulting.eu/pdf/Analiza_fundamentalna_analiza_techniczna.pdf, dostęp: 7.03.2012.
- Lee S., Kim W.G., *EVA, Refined EVA, MVA, or Traditional Performance Measures for the Hospitality Industry?*, "International Journal of Hospitality Management" 2009, no. 28, s. 439-445.
- Maćkowiak E., *Ekonomiczna wartość dodana*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009.
- Mäkeläinen E., *Economic Value Added (EVA) Valuation Tutorial*, Valuatum 2011, http://www.valuatum.com/material/eva_tutorial/eva_tutorial.pdf, dostęp: 7.03.2012.
- Michalski M., *Metody podwyższania wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy*, [w:] *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, red. J. Duraj, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock, 2001.
- Murphy K.S., *A Proposed Framework for Measuring Human Capital Intangible Value Component in Restaurant Organizations Using Economic Value Added*, "Journal of Foodservice Business Research" 2007, vol. 10, no. 3.
- Nilsson M., Harris P., Kett R., *Valuing Hotels as Business Entities*, "Journal of Leisure Property" 2001, vol. 2, no. 1, s. 17-28.

- Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, The Free Press, New York 1999.
- Stake R., *The Art of Case Study Research*, Sage Publications, Thousand Oaks 1995.
- Vila M., Enz C., Costa G., *Innovative Practices in the Spanish Hotel Industry*, "Cornell Hospitality Quarterly" 2012, vol. 53, no. 1, s. 75-85.

VALUE DRIVERS IN HOTEL COMPANIES

Summary: Issues concerning management process directed into value creation are slightly recognized in the field of hotel companies. In the paper the author presents the results of study on value generation by those companies in which a listed capital group – Orbis was used to exemplify. Case study method was chosen. The objective of the paper is to determine the possibility of using FGW in managing a hotel enterprise. The basis of the reasoning is an economic value added in a refined version (REVA) and Rappaport's [1999] value drivers (FGW). The relation between those two variables have been examined and correlation coefficient has been calculated. The results show that the possibility of using FGW in hotel companies directed into value creation is limited.

Keywords: value, value drivers, VBM concept, hotel enterprise.