

**TOMASZ ROJEK**

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

## STYMULANTY PROCESÓW ZMIAN WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTW

### 1. Wprowadzenie

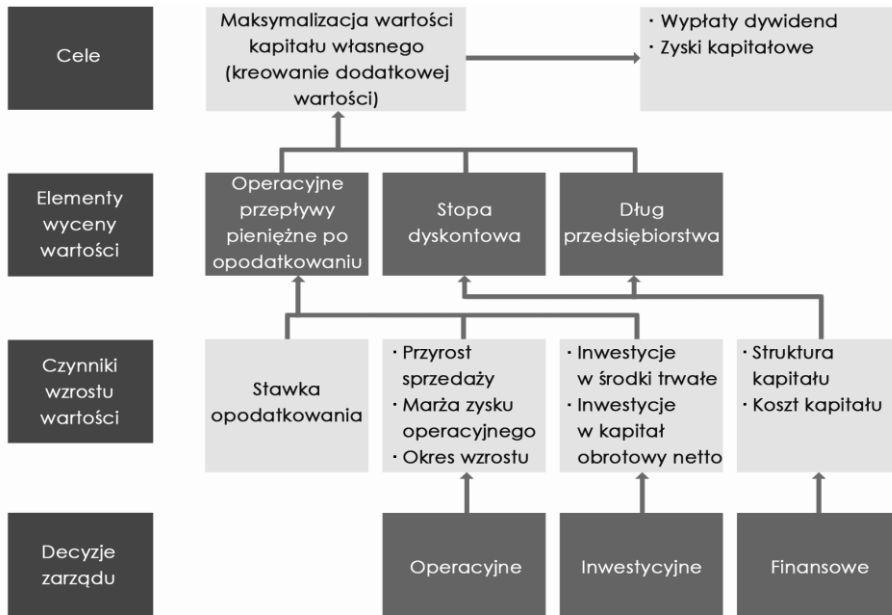
Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa mające na celu stymulowanie i kreowanie procesów wzrostu wartości nie jest działaniem jednorazowym, ma charakter ciągły. Wynika to jednoznacznie z cechy ciągłości, jaką charakteryzuje się każdy proces. Jest to również zbieżne z oczekiwaniami właścicieli, którzy są zainteresowani stałym wzrostem wartości przedsiębiorstwa, traktowanego, jako formy inwestycji. Aby proces zmian wartości postępował zgodnie z założeniami koncepcji VBM, jak również oczekiwaniami właścicieli i zarządu, to znaczy w perspektywie długookresowej przebiegał w formie wzrostu, powinien być poddany na stałe działaniu pozytywnych stymulant procesów zmian wartości przedsiębiorstwa. Stymulanty te są nazywane nośnikami lub generatorami wartości (ang. *value drivers*) a ich identyfikacja, wyodrębnienie, a następnie wykorzystanie w procesie zarządzania przyczynia się do poprawy efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa ukierunkowanego na wzrost wartości. Opracowanie racjonalnej strategii maksymalizacji wartości wymaga zatem uprzedniego zidentyfikowania kluczowych czynników na nią wpływających. W związku z tym, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jednoznacznie wiąże się z monitorowaniem i optymalnym sterowaniem wspomnianymi czynnikami<sup>1</sup>.

### 2. Przegląd współczesnych klasyfikacji nośników wartości przedsiębiorstw

W literaturze można spotkać wiele klasyfikacji nośników wartości przedsiębiorstwa oraz ich relacji i związków, jak również kierunków i sił oddziaływania na przedsiębiorstwo oraz procesy z nim związane, w szczególności proces zarządzania. Wspomniane relacje zostały przedstawione na rysunku 1.

---

<sup>1</sup> P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 50-51.



**Rys. 1.** Nośniki wartości a kreowanie i wycena wartości przedsiębiorstwa

Źródło: A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 147.

Najbardziej znany i istotny w procesie zarządzania wartością przedsiębiorstwa jest podział nośników wartości zaprezentowany przez A. Rappaporta<sup>2</sup>, który do trzech głównych komponentów wartości zaliczył: przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, koszt kapitału i poziom zadłużenia przedsiębiorstwa. Następnie dokonał bardziej szczegółowego pogrupowania nośników wartości na czynniki operacyjne, inwestycyjne, finansowe i o charakterze ogólnym. Każdy z tych czynników jest odzwierciedlany w modelach wyceny dochodowej opartych na przepływach pieniężnych i zysku ekonomicznym. Są nimi<sup>3</sup>:

- Operacyjne nośniki wartości: stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży, marża (stopa marży) zysku operacyjnego, stopa podatku dochodowego;
- Inwestycyjne nośniki wartości: inwestycje w aktywa trwałe, inwestycje w kapitał obrotowy netto;
- Finansowe nośniki wartości: koszt kapitału, struktura kapitału;
- Ogólny nośnik wartości: strategiczny okres wzrostu albo możliwości kreowania wartości, nazywany także okresem przewagi konkurencyjnej.

<sup>2</sup> A. Rappaport., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 37 i 78 - 79.

<sup>3</sup> P. Szczepankowski, *op. cit.*, s. 50-51.

Podobną klasyfikację prezentuje A. Duliniec, która do podstawowych czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa zalicza<sup>4</sup>:

- tempo wzrostu sprzedaży,
- marżę zysku operacyjnego,
- stawkę podatku dochodowego,
- tempo wzrostu zainwestowanego kapitału,
- strukturę i koszt kapitału,
- długość okresu wzrostu.

Jeszcze inną koncepcję generatorów wartości prezentują B. Nogalski, J. Rybicki i H. Marcinkiewicz, prezentując podejście procesowe do przedmiotowego zagadnienia. Autorzy prezentują pogląd, iż rolę nośników wartości z powodzeniem mogą pełnić różnorodne koncepcje zarządzania, wymieniając przede wszystkim TQM, Just in Time, Lean Thinking, Reengineering, Lean Management, Lean Production i Outsourcing. Koncepcje te, skutecznie połączone przez kadrę menedżerską tworzą bazę dla spójnego systemu zarządzania, która umożliwia generowanie wartości.<sup>5</sup>

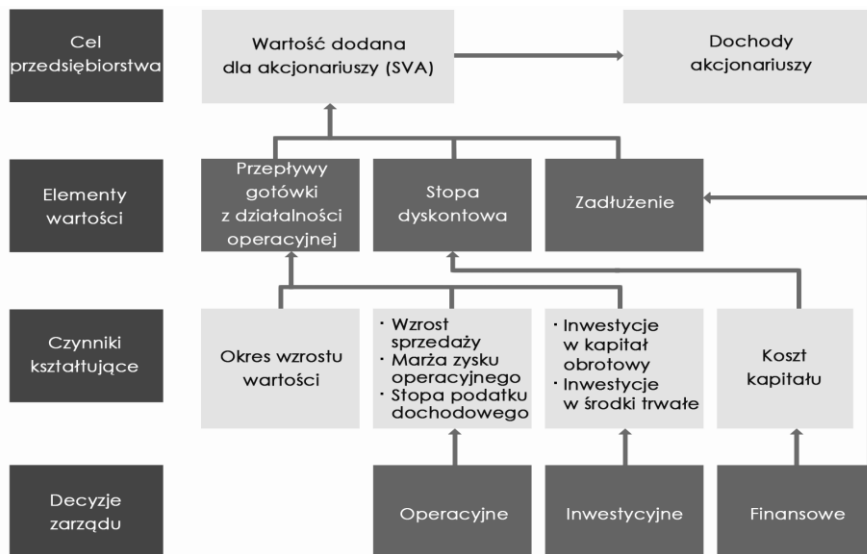
W koncepcji VBM niezwykle ważne jest określenie związków między wartością przedsiębiorstwa, a wartością dla jego właścicieli. Proces kreowania wartości dla jego właścicieli określany jest mianem wartość dla akcjonariuszy i ma przypisany skrót SHV (ang. *shareholder value*). Według Rappaporta<sup>6</sup> wartość dla właścicieli równa jest wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o wielkość jego zadłużenia. Aby więc rosła wartość dla właścicieli musi wzrastać wartość przedsiębiorstwa. Rappaport utożsamia zatem wartość dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa, dlatego też czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa determinują również wartość dla właścicieli. Na rysunku 2 przedstawiono prezentowaną przez Rappaporta sieć wartości dla akcjonariuszy. Fakt utożsamiania przez Rappaporta wartości dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa jest uwidoczniony poprzez podobieństwo rysunku 1 prezentującego nośniki wartości przedsiębiorstwa w powiązaniu z procesem kreowania i wyceny tej wartości (aspekt wartości przedsiębiorstwa) z rysunkiem 2 przedstawiającym sieć wartości dla akcjonariuszy (aspekt wartości dla właścicieli).

---

<sup>4</sup> A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 147.

<sup>5</sup> B. Nogalski, J.M. Rybicki, H. Marcinkiewicz, *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, (w:) *Wartość przedsiębiorstwa - z teorii i praktyki zarządzania*, Praca zbiorowa pod red. J. Duraja, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock - Pekin - Łódź 2004, s. 45.

<sup>6</sup> A. Rappaport, *op. cit.*, s. 37 i 78 - 79.



**Rys. 2.** Sieć wartości dla akcjonariuszy

Źródło: A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 65.

Z punktu widzenia konkretnego właściciela przedsiębiorstwa o wzroście wartości dla niego decyduje:

- wartość zainwestowana w akcje, udziały,
- wymagany wzrost wartości,
- obecna wartość akcji, udziałów,
- wypłacona dywidenda.

W literaturze można odnaleźć także klasyfikację czynników wartości, bazującą na koncepcji A. Rappaporta, pokazującą najczęściej występujący stopień ich wpływu na wartość dla właścicieli, co przedstawia tabela 1.

**Tabela 1.** Siła oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost wartości dla akcjonariuszy

Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla akcjonariuszy
Średni ważony koszt kapitału	-1%	+10%
Okres przewagi nad konkurencją	+1%	+17%

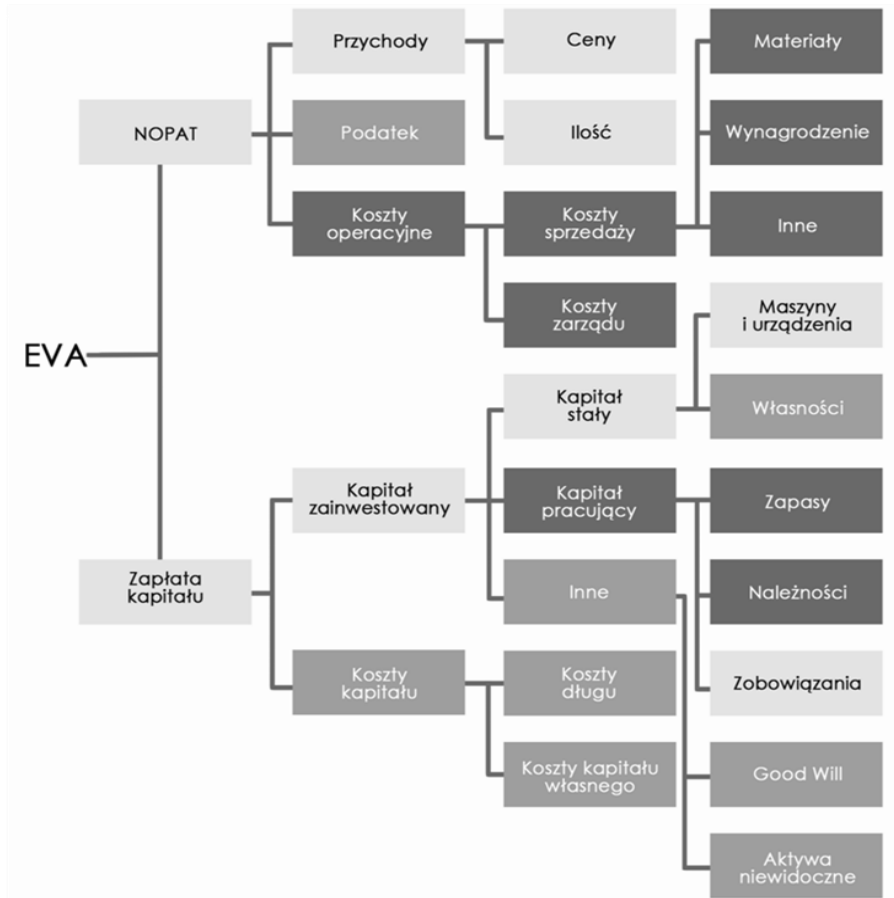
Nazwa generatora	Zmiana	Stopień wpływu na wartość dla akcjonariuszy
Wzrost wartości	+1%	+12%
Marża zysku operacyjnego	+1%	+23%
Efektywna stopa podatku	-1%	+2%
Kapitał obrotowy	-1%	+7%
Inwestycje	-1%	+5%

Źródło: J. Jeżak, *Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, (w:) *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem - koncepcje przekrojowe*, Praca zbiorowa pod red. H. Jagody i J. Lichtarskiego, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, Wrocław 1998, s. 288.

Przedstawione powyżej wyniki wyraźnie sugerują, iż zmiany niektórych czynników mają większy wpływ na wartość dla właścicieli niż pozostałe. Należy również zwrócić szczególną uwagę na fakt, iż poszczególne czynniki wartości wchodzą we wzajemne relacje. Zatem zmieniając jeden z nich należy brać pod uwagę, że może to powodować zmianę kilku innych.

Poziom wartości przedsiębiorstwa oraz jego zmiany określa zatem wiele zróżnicowanych czynników. Można je wyodrębnić np. z obszarów rynku produktów, wnętrza przedsiębiorstwa i jego makrootoczenia. Ponadto wartość zależy również od koniunktury, kursu akcji, zmian parametrów ekonomicznych. Istota przyrostu wartości rynkowej podmiotu gospodarczego nie zmienia się w zależności od typu inwestora – strategicznego czy finansowego. Inwestor strategiczny podejmuje decyzje na podstawie m.in. zakupu nowych technologii, opanowania nowych rynków, udziału w rynku, liczby nowych klientów. Dążenia inwestora finansowego, natomiast, sprowadzają się do maksymalizacji rentowności przy określonym poziomie ryzyka. Uwagę swą koncentruje na kursie giełdowym oraz wysokości dywidendy możliwej do wypłacenia. Znaczenie wielkości finansowych jest więc tak duże, że właśnie one powinny być przedmiotem obserwacji i oceny przez kierownictwo przedsiębiorstwa, mimo ograniczonego wpływu na ich wielkość.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, Praca zbiorowa pod red. W. Skoczylas, PWE, Warszawa 2007, s. 116 - 118 i 202 - 205.



**Rys. 3.** Wpływ poszczególnych czynników na wartość mierzoną parametrem EVA

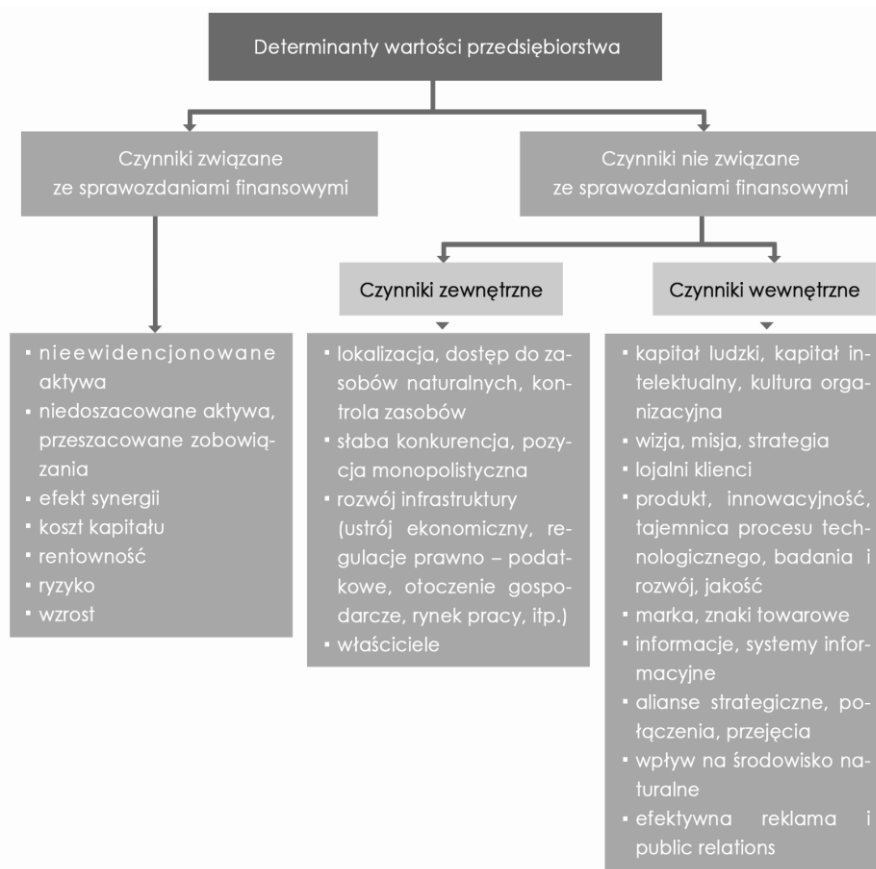
Źródło: *Demystifying EVA and EVA Implementation*, Fingan & Company LLC, Icelandic Management Association Conference on EVA®, November 16, 1999.

Inwestorzy podejmują zatem decyzje o współdziałaniu z danym podmiotem gospodarczym bądź nie, biorąc pod uwagę różne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa. Jednocześnie, przytoczone powyżej, przykładowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa są często, czynnikami determinującymi jego rozwój. Nowi klienci, kupując produkty czy usługi, przyczyniają się do wzrostu przychodów przedsiębiorstwa. Działalność rozszerza się na nowe rynki zbytu, zwiększa się ogólny udział w rynku – organizacja się dzięki temu rozwija, powiększa swą przewagę konkurencyjną, a zarazem wartość dla obecnych i potencjalnych interesariuszy. W ten sposób istnieje współzależność pomiędzy czynnikami i procesami rozwoju i zmian wartości przedsiębiorstw.

Jeszcze inny przegląd czynników mających wpływ na wartość mierzoną parametrem EVA, przedstawia rysunek 3, gdzie czynniki o wysokim wpływie na wartość zaznaczono

najciemniejszym kolorem, o średnim wpływie - kolorem pośrednim, zaś o niskim wpływie kolorem najjaśniejszym.

Duży dorobek w zakresie identyfikacji i klasyfikacji stymulant procesów zmian wartości przedsiębiorstwa posiada M. Marcinkowska, która prezentuje kilka podziałów czynników zmian wartości z uwagi na różne kryteria. Przede wszystkim dzieli je na czynniki związane i niezwiązane ze sprawozdaniami finansowymi, co prezentuje rysunek 4, zwracając tym samym uwagę na pozabilansowe i nie finansowe determinanty wpływające na wartość przedsiębiorstwa.



**Rys. 4.** Klasyfikacja determinant zmian wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 38.

Determinanty wartości przedsiębiorstwa dzielą się na materialne i niematerialne. Od decyzji przedsiębiorstwa zależy, w jaki sposób bazuje ono na aktywach fizycznych, a w jaki sposób wykorzystuje zasoby niematerialne. Wartości związane ze sprawozdaniami

finansowymi pozostają w relacji z aktywami, kapitałami oraz zobowiązaniami. Prowadzą one do tworzenia wartości przedsiębiorstwa ze względu na <sup>8</sup>:

- politykę rachunkowości, przyjęte zasady wyceny oraz przyjęte założenia,
- efekt synergii – nie jest uwzględniony w księgach, gdyż nie ma jednoznacznego sposobu jego pomiaru,
- powiązanie z rynkową metodą wyceny przedsiębiorstwa – można wyróżnić tu następujące czynniki: koszt kapitału, rentowność, ryzyko, wzrost. Im niższy koszt kapitału i ryzyko, tym tworzona jest większa wartość. Natomiast im wyższa rentowność kapitału i szybszy wzrost, tym tworzona jest wyższa wartość przedsiębiorstwa.

Wartości niezwiązane ze sprawozdaniami finansowymi dzielą się na wewnętrzne i zewnętrzne. Czynniki wewnętrzne zależą od decyzji przedsiębiorstwa i w pewnym stopniu mogą być przez nie kontrolowane. Nieprawidłowe ich wykorzystywanie może działać w sposób destrukcyjny na przedsiębiorstwo. Czynniki zewnętrzne stanowią podstawę funkcjonowania przedsiębiorstwa, wyznaczają warunki jego funkcjonowania, wpływając na jego wartość. Przedsiębiorstwo nie może nimi zarządzać, ale w sposób pośredni może na nie wpływać.

W dzisiejszej gospodarce coraz większego znaczenia zaczynają nabierać przedsiębiorstwa, które potrafią w najlepszy sposób zarządzać swoimi wartościami niematerialnymi.<sup>9</sup> Są to nabyte przez jednostkę, zaliczane do aktywów trwałych, prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania na potrzeby jednostki, a w szczególności:

- autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje,
- prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych,
- know - how,
- nabyta wartość firmy oraz koszty zakończonych prac rozwojowych.

Wartości niematerialne doprowadzają do wzrostu efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa. Ta część wartości firmy nie jest wykazywana w bilansie. Wartości niematerialne zmieniają sposób, w jaki przedsiębiorstwa prowadzą działalność, postępują z pracownikami, tworzą nowe produkty czy utrzymują kontakty z klientami. Zmiany te mają ogromne znaczenie dla strategii i reputacji przedsiębiorstwa oraz mają wpływ na decyzje przez nie podejmowane. J. Low i P.C. Kalafut<sup>10</sup> wyróżnili dwanaście wartości niematerialnych, które są podstawowymi motorami tworzenia wartości w korporacjach. Zaliczają do nich: przywództwo, realizację strategii, komunikację i jawność, wartość marki, reputację, sieci i sojusze, technologie i procesy, kapitał ludzki, innowacyjność, organizację i kulturę w miejscu pracy, kapitał intelektualny oraz elastyczność. Wartości te mogą być

<sup>8</sup> M. Marcinkowska, *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, (w:) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Praca zbiorowa pod red. B. Dobiegały – Korony i A. Hermana, DIFIN, Warszawa 2006, s. 83 i 202 – 204.

<sup>9</sup> P.C. Kalafut, J. Low, *Niematerialna wartość firmy. Ukryte źródła przewagi konkurencyjnej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 13-14 i 189.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 13-14 i 189.



modyfikowane, inaczej nazywane czy też opisywane, lecz należy mieć na uwadze zarządzanie nimi w ten sposób, by maksymalnie wykorzystać ich wartość, a przez to wartość przedsiębiorstwa.

Podsumowując, praktyka gospodarcza wskazuje, że obecnie kreowanie wartości przedsiębiorstwa jest uzależnione w znacznym stopniu od posiadanych wartości niematerialnych, które umożliwiają identyfikację źródeł przewagi konkurencyjnej. Wartości te można określić, jako kapitał intelektualny, z podziałem na kapitał ludzki, organizacyjny i klientów. Klasyfikacja czynników uwzględniających te wartości dzieli je na cztery grupy <sup>11</sup>:

1. strefie klientów i rynków zbytu:

- zadowolenie i liczba obecnych klientów, ich utrzymanie,
- liczba nowo pozyskanych klientów, koszt pozyskania,
- wizerunek produktu, marki,
- kanały dystrybucji;

2. w strefie zatrudnienia i zarządzania przedsiębiorstwem:

- kwalifikacje i wydajność pracowników, ich liczba oraz struktura,
- wynagrodzenie menedżerów i członków rad nadzorczych,
- zarządzanie wiedzą,
- jakość zarządzania;

3. w strefie dostawców i rynków zaopatrzenia:

- wielkość zaopatrzenia, zmiany cen na rynku, oszczędności w tej sferze,
- stałe powiązania z kooperantami i liczba nowych związków,
- uzależnienie od poszczególnych kooperantów;

4. w sferze procesów i innowacji:

- jakość produktu i procesu,
- inwestycje w postęp i rozwój,
- czas realizacji zlecenia, reakcji serwisu,
- liczba dotychczasowych oraz nowych patentów i licencji,
- przychody ze sprzedaży patentów, produktów, udział sprzedaży nowych produktów.

Doświadczenia współczesnych przedsiębiorstw dowodzą, że spośród wymienionych powyżej czynników największą wagę przypisuje się czynnikom sfery klientów i rynków zbytu. Istotnym aspektem jest tutaj zadowolenie klientów przedsiębiorstwa, dbałość o ich lojalność, udział w rynku, następnie wizerunek marki czy produktu. Wszelkie innowacje w tych obszarach przyczyniają się do rozwoju organizacji i stanowią dla niej pożądany czynnik wzrostu wartości. Podobnie w kolejnych sferach można wyznaczyć kilka aspektów w szczególności przesądzających o powiększaniu wartości jednostki gospodarczej. W sferze zatrudnienia i zarządzania należy zwrócić uwagę na wydajność pracowników, inwestycje w ich rozwój poprzez podnoszenie kwalifikacji – dzięki temu mogą oni sprawnie działać w różnym otoczeniu, reagować na wszelkie „turbulencje” i podejmować właściwe decyzje dotyczące dalszego funkcjonowania organizacji. Ważna jest jakość zarządzania. Wiąże się z tym aspekt wynagradzania menedżerów za trud wkładany w działanie przedsiębior-

<sup>11</sup> Praca zbiorowa pod red. W. Skoczylas, *op. cit.*, s. 116 - 118 i 202 - 205.

stwa na rynku – skuteczność ich sprawnie wydawanych, właściwych decyzji przesądza o powiększaniu przewagi rynkowej, a co się z tym wiąże – zwiększania wartości. Dbłość o adekwatną do potrzeb wielkość zaopatrzenia czy oszczędności w tej dziedzinie pozwalają na zachowanie racjonalności działania, istotną jawi się również kwestia stałych powiązań kooperacyjnych, a także kontrolowanie stopnia uzależnienia od poszczególnych partnerów biznesowych – to najważniejsze determinanty wzrostu wartości w sferze dostawców i rynków zaopatrzenia. W sferze produktu i innowacji na uwagę zasługują: jakość produktu oraz procesu, wykorzystanie zdolności produkcyjnych. Czynnikiem sprzyjającym wzrostowi wartości są także inwestycje w postęp i rozwój, nakłady w dziedzinie technologii informacyjnych.<sup>12</sup>

D. Kowal<sup>13</sup> prezentuje z kolei klasyfikację determinant zmian wartości przedsiębiorstwa dzieląc je na makro- i mikro-osiągnięcia wartości. Jednocześnie proponuje również sposoby podwyższania wartości, rozumiane, jako właściwe działania operacyjne, dające możliwość kreowania wartości przedsiębiorstwa, dostosowane i przypisane odpowiednio każdemu z wymienionych uprzednio makro- i mikro-osiągnięć. Koncepcję tą przedstawiono w tabeli 2.

---

<sup>12</sup> *Praca zbiorowa pod red. W. Skoczylas, op. cit., s. 116 - 118 i 202 - 205.*

<sup>13</sup> *D. Kowal, Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa, (w:) Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza, Praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004, s. 131 - 135.*

**Tabela 2. Makro- i mikronośniki oraz sposoby podwyższania wartości**

Makronośniki wartości	Mikronośniki wartości	Sposoby podwyższania wartości
Stopa wzrostu przychodów netto ze sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wielkość rynku</li> <li>• Udział w rynku</li> <li>• Struktura sprzedaży</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wzrost efektywności operacyjnej poprzez przygotowanie oferty odpowiednich produktów</li> <li>• Wzrost udziału w wartości rynku i utrzymanie rynków rentownych</li> <li>• Wejście na nowe rynki</li> <li>• Opracowanie nowych produktów</li> <li>• Globalizacja działalności</li> <li>• Opracowanie i wdrożenie nowej polityki sprzedażowej, w tym promocyjnej</li> <li>• Oferowanie korzyści cenowych</li> </ul>
Marża zysku operacyjnego na sprzedaży (rentowność sprzedaży)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Poziom cen</li> <li>• Poziom zatrudnienia</li> <li>• Płace</li> <li>• Ceny materiałów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Restrukturyzacja kosztów</li> <li>• Optymalizacja produkcji</li> <li>• Restrukturyzacja zatrudnienia</li> <li>• Wzrost wydajności</li> <li>• Standaryzacja produkcji</li> <li>• Wzrost efektywności sprzedaży</li> <li>• Outsourcing</li> <li>• Zarządzanie procesami</li> <li>• Rozwój systemów informatycznych</li> </ul>
Stopa podatkowa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Strategie podatkowe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wykorzystywanie ulg i zwolnień</li> <li>• Wykorzystywanie efektu osłony podatkowej</li> <li>• Rozważenie struktury holdingu międzynarodowego</li> <li>• Planowanie w zakresie ceł i cen w obrocie wewnętrznym</li> <li>• Lokalizacja firmy</li> </ul>
Inwestycje w kapitał obrotowy netto	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cykl rotacji zapasów</li> <li>• Cykl rotacji należności</li> <li>• Cykl regulowania zobowiązań bieżących</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wdrożenie monitoringu w zakresie kapitału obrotowego</li> <li>• Optymalizacja stanu zapasów</li> <li>• Skracanie cyklu należności, m. in. poprzez system opustów za wcześniejszą płatność</li> <li>• Minimalizacja sald wolnej gotówki</li> <li>• Poprawa zarządzania zobowiązaniami krótkookresowymi</li> <li>• Wdrożenie systemu zarządzania łańcuchami dostaw</li> </ul>

Makronośniki wartości	Mikronośniki wartości	Sposoby podwyższania wartości
Inwestycje w aktywa trwałe	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Okres przydatności aktywów</li> <li>• Skala działalności</li> <li>• Wymiana i nakłady na utrzymanie zasobów majątkowych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wydzielanie spółek i sprzedaż udziałów</li> <li>• Inwestowanie w projekty rentowne, o dodatniej wartości obecnej netto (NPV)</li> <li>• Sprzedaż niewykorzystywanego majątku</li> <li>• Leasing zwrotny aktywów</li> <li>• Wynajmowanie niewykorzystywanych aktywów</li> </ul>
Struktura i koszt kapitału	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Koszt kapitału własnego</li> <li>• Koszt długu</li> <li>• Poziom zadłużenia</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pozyskiwanie najtańszych źródeł finansowania</li> <li>• Odpowiedni dobór źródeł finansowania</li> <li>• Kalkulacja odpowiedniego poziomu dźwigni finansowej</li> <li>• Wyznaczanie porównywalnego w sektorze kosztu kapitału własnego oraz średnio ważonego kosztu kapitału</li> <li>• Instrumenty pozyskiwania kapitału</li> </ul>
Okres przewagi konkurencyjnej (okres wzrostu wartości)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zyskowność inwestycji</li> <li>• Rodzaj strategii rynkowej</li> <li>• Siła konkurencji</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Innowacyjność</li> <li>• Otwarcie na zmiany w firmie</li> <li>• Poprawa stosunków z inwestorami</li> <li>• Poprawa przepływów pieniężnych</li> <li>• Koncentracja na kluczowych kompetencjach</li> <li>• System motywacyjny oparty na wartości przedsiębiorstwa</li> </ul>

Źródło: D. Kowal, *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, (w:) *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004, s. 135.

J. Śliwa i S. Wymysłowski wyróżniają z kolei trzy ogólne grupy czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa<sup>14</sup>:

- związaną z kreowaniem przychodów,
- związaną z optymalizowaniem procesów związanych z działalnością podstawową,
- związaną z wyzwaniem zamrożonych środków finansowych.

Przychody są jednym z najbardziej istotnych czynników determinujących wartość przedsiębiorstwa. Przy rosnących przychodach, koszty, jakie ponosi przedsiębiorstwo, zwłaszcza koszty stałe, są relatywnie niskie, co wpływa korzystnie na wartość przedsiębiorstwa. Nie można się przy tym ograniczać jedynie do przychodów ze sprzedaży, ale należy również uwzględniać przychody z lokat i papierów wartościowych, udzielanych pożyczek oraz inwestycji rzeczowych. Mając na względzie optymalizację procesów wytwórczych, w dążeniu do wzrostu wartości należy się kierować relacją między dynamiką przychodów, a dynamiką kosztów. Stan korzystny występuje oczywiście wtedy, kiedy tempo wzrostu kosztów będzie relatywnie niższe od tempa wzrostu przychodów. Zwiększanie wartości poprzez kreowanie nadwyżek środków pieniężnych ma miejsce wówczas, gdy występuje niezakłócone wyzwalanie np. środków zamrożonych w niepiłynnych składnikach aktywów obrotowych, czyli należnościach i zapasach.<sup>15</sup>

Przedsiębiorstwo nie zawsze może kreować możliwości, jakie daje otoczenie, nie zawsze może zapobiec płynącym zeń zagrożeniom, jednak poprzez odpowiednie decyzje i postępowanie może wykorzystać szanse i uniknąć zagrożeń lub zminimalizować ich skutki. Tym samym może pośrednio kształtować swoją wartość.<sup>16</sup> Jednym z takich rozwiązań jest offshoring usług, jako strategia polegająca na wydzielaniu procesów biznesowych z przedsiębiorstw macierzystych i przenoszeniu ich do innych państw, w szczególności zaś do krajów o niskich kosztach pracy i działalności gospodarczej. Jest to jeden ze sposobów na obniżkę kosztów, poprawienie jakości, jak i kreowanie wartości przedsiębiorstwa. Wydzielenie części funkcji przedsiębiorstwa na zewnątrz, oznacza dla niego skoncentrowanie się na działalności podstawowej, czyli tym samym możliwość zwiększenia wartości dla akcjonariuszy. Obszary działalności, które nie zostają wyłączone, są klasyfikowane przez przedsiębiorstwo, jako umożliwiające generowanie nowego potencjału przez przedsiębiorstwo. W dzisiejszej praktyce gospodarowania, jest to strategia powszechnie stosowana, będąca jednocześnie, z uwagi na swoje atrybuty, ważnym czynnikiem wzrostu wartości przedsiębiorstwa, w pełni zbieżnym z koncepcją zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Umożliwia ona tworzenie wartości poprzez zwiększenie efektywności prowadzonych działań, redukcję kosztów oraz zwiększenie zasobów kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa. Strategia offshoringu w sferze usług ma szczególnie duże znaczenie na etapie tworzenia oraz utrzymania wartości, co w konsekwencji prowadzi również do zwiększenia innowacyjności.<sup>17</sup> W tabeli 3 przedstawiono wpływ offshoringu na wybrane determinanty procesów zmian wartości przedsiębiorstwa.

<sup>14</sup> J. Śliwa, S. Wymysłowski, *Podstawowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 140.

<sup>15</sup> J. Śliwa, *op. cit.*, s. 140.

<sup>16</sup> M. Marcinkowska, *op. cit.*, s. 83 i 202 - 204.

<sup>17</sup> D. Ciesielska, *Wpływ offshoringu na rozwój przedsiębiorstwa w świetle koncepcji zarządzania wartością firmy*, *E-finanse*, kwartalnik internetowy, *Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania*, 2008, nr 4, Dostępny w WWW: [http://www.e-finanse.com/article.php?art=105/\[09.02.2011\]](http://www.e-finanse.com/article.php?art=105/[09.02.2011]).

**Tabela 3.** Wpływ offshoringu na czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa

Czynniki	Wpływ offshoringu
Stopa wzrostu przychodów	Offshoring jest strategią otwierającą przedsiębiorstwu możliwości wejścia na nowe rynki ze względu na budowanie jego pozycji na arenie międzynarodowej, a ponadto zdobywanie wiedzy i umiejętności niezbędnych do prowadzenia działalności na skalę globalną. Globalizacja prowadzonej działalności umożliwia przedsiębiorstwu dostęp do międzynarodowych zasobów kapitału intelektualnego. Jest to jeden z czynników przesądzających o możliwościach tworzenia przez przedsiębiorstwo globalnej przewagi konkurencyjnej.
Wzrost marży operacyjnej	Scentralizowanie oraz skonsolidowanie usług finansowych jest działalnością prowadzoną coraz częściej w ramach offshoringowych centrów shared service. Rozwiązania takie są praktykowane w większości korporacji międzynarodowych i umożliwiają one wzrost jakości świadczonych usług dzięki wytworzeniu relacji opartej o model klient – dostawca oraz obniżenie kosztów działalności (poprzez outsourcing lub offshoring). Offshoring umożliwia redukcję kosztów całkowitych prowadzenia działalności dzięki pozyskaniu tańszej siły roboczej oraz zmniejszeniu kosztów operacyjnych. Offshoring jest strategią wymuszającą podejmowanie działań mających na celu standaryzację i strukturyzowanie procesów zachodzących w przedsiębiorstwie, ze względu na konieczność utrzymania ich jakości w momencie delokalizacji określonych procesów.
Czynniki	Wpływ offshoringu
Stawka podatku oraz inne formy zachęty dla inwestorów zagranicznych	Wybór lokalizacji offshoringu w dużej mierze polega na znalezieniu odpowiedniego państwa, które oferuje korzystne stawki i ulgi podatkowe. Wiele krajów stosuje zachęty dla bezpośrednich inwestorów zagranicznych, nie tylko w postaci niższych stawek podatkowych, lecz również w formie grantów ułatwiających rozpoczęcie i prowadzenie działalności. Przedsiębiorstwo podejmując decyzję dotyczącą lokalizacji offshoringu powinno dokonać analizy atrakcyjności poszczególnych państw również pod tym kątem.
Wydatki kapitałowe	Wybór formy offshoringu w znacznym stopniu wpływa na wydatki kapitałowe przedsiębiorstwa. Offshoring w formie bezpośredniej inwestycji zagranicznej wiąże się z koniecznością wynajmu lub zakupu majątku niezbędnego do prowadzenia określonej działalności gospodarczej na terenie innego państwa. Wdrożenie strategii offshoringu wymaga wprowadzenia systemu zarządzania pieniędzem, ryzykiem oraz kursami walut.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D. Ciesielska, *Wpływ offshoringu na rozwój przedsiębiorstwa w świetle koncepcji zarządzania wartością firmy*, E-finance, kwartalnik internetowy, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, 2008, nr 4, Dostępny w WWW: <http://www.e-finance.com/article.php?art=105/> [09.02.2011].

Offshoring jest zatem procesem wspomagającym tworzenie przewagi kosztowej przedsiębiorstwa oraz daje możliwość poprawy jakości świadczonych usług. Stanowi też czynnik umożliwiający wzrost wartości poprzez lepsze wykorzystanie zasobów kapitału intelektualnego, obniżkę kosztów i obowiązkowych obciążeń oraz zorientowanie niektórych swoich działań w różnych rejonach geograficznych.

### 3. Podsumowanie

Wartość przedsiębiorstwa jest kategorią wynikową, pozostającą w relacji z wieloma czynnikami, zarówno wewnętrznymi, jak i zewnętrznymi. Świadome wpływanie na kształtowanie się jej poziomu przyjmuje postać skoordynowanych, formalnych i nieformalnych posunięć, które wykorzystując znajomość istoty, cech i stymulant procesów zmian wartości przedsiębiorstwa oraz dokonując ich właściwej analizy, służyć będą maksymalizacji tej wartości w interesie korzyści właścicieli (akcjonariuszy) i w celu kształtowania pożądanego tempa rozwoju oraz właściwego wizerunku przedsiębiorstwa. Wydaje się, że fakt ten, w dzisiejszych realiach gospodarki, implikuje konieczność przekształcenia koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa w strategię wzrostu wartości, łączącą w sobie kompilację wszystkich czynników mających wpływ na wartość przedsiębiorstwa i posiadającą zdolność do sterowania nimi.

### 4. Literatura

- [1] Ciesielska D., *Wpływ offshoringu na rozwój przedsiębiorstwa w świetle koncepcji zarządzania wartością firmy*, E-finance, kwartalnik internetowy, Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania, 2008, nr 4, Dostępny w WWW: <http://www.e-finance.com/article.php?art=105/> [09.02.2011].
- [2] Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- [3] Kalafut P.C., Low J., *Niematerialna wartość firmy. Ukryte źródła przewagi konkurencyjnej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- [4] Kowal D., *Kluczowe czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, (w:) *Strategie wzrostu wartości przedsiębiorstw. Teoria i praktyka gospodarcza*, Praca zbiorowa pod red. E. Urbańczyka, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 378, Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2004.
- [5] Marcinkowska M., *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, (w:) *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Praca zbiorowa pod red. B. Dobiegały – Korony i A. Hermana, DIFIN, Warszawa 2006.
- [6] Nogalski B., Rybicki J.M., Marcinkiewicz H., *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, (w:) *Wartość przedsiębiorstwa - z teorii i praktyki zarządzania*, Praca zbiorowa pod red. J. Duraję, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock - Pekin - Łódź 2004.
- [7] Praca zbiorowa pod red. W. Skoczylas, *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, , PWE, Warszawa 2007.
- [8] Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- [9] Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
- [10] Śliwa J., Wymysłowski S., *Podstawowe czynniki kreujące wartość przedsiębiorstwa*, CeDeWu, Warszawa 2001.

### Streszczenie

*Wartość przedsiębiorstwa jest kategorią wynikową, pozostającą w relacji z wieloma czynnikami, zarówno wewnętrznymi, jak i zewnętrznymi. Zarządza-*

*nie wartością przedsiębiorstwa mające na celu stymulowanie i kreowanie procesów wzrostu wartości nie jest działaniem jednorazowym, ma charakter ciągły. Jest to zbieżne z oczekiwaniami właścicieli, którzy są zainteresowani stałym wzrostem wartości przedsiębiorstwa, traktowanego, jako formy inwestycji. Aby proces zmian wartości postępował zgodnie z założeniami koncepcji VBM, jak również oczekiwaniami właścicieli i zarządu, to znaczy w perspektywie długookresowej przebiegał w formie wzrostu, powinien być poddany na stałe działaniu pozytywnych stymulant procesów zmian wartości przedsiębiorstwa. W referacie sklasyfikowano podstawowe stymulanty, często nazywane nośnikami lub generatorami wartości (ang. value drivers) oraz wyodrębniono te spośród nich, których wykorzystanie w procesie zarządzania przyczynia się do poprawy efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa ukierunkowanego na wzrost wartości.*

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, determinanty wzrostu wartości, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, nośniki wartości.

## STIMULANTS CONDITIONING THE PROCESSES OF CHANGE IN ENTERPRISE VALUE

### Summary

*Enterprise value is a resultant category related to numerous factors, both internal and external ones. Value Based Management, aiming at stimulating and creating the processes of value-based growth is not a one-time activity, it has a continuous character. It is convergent with the expectations of the owners interested in the constant growth of the enterprise value which is treated as a form of investment. To let the value change process progress in accordance with the assumptions of VBM, as well as with the expectations of the owners and the management board, that is to let it progress in the form of growth in a long-term perspective, it should be subjected to permanent influence of positive stimulants of the processes of change in the enterprise value. The paper classifies the basic stimulants, often called value drivers, and those of them whose use in the management process contributes to the improvement in the effectiveness of the enterprise functioning oriented at the increase in the value are isolated.*

**Keywords:** enterprise value, determinants of value based growth, Value Based Management, value drivers.

*Translated by Tomasz Rojek*

TOMASZ ROJEK  
Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie  
e-mail: rojekt@uek.krakow.pl

