

1.2. Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa

1.2.1. Wartość przedsiębiorstwa i czynniki decydujące o niej

Świadome zwiększanie wartości przedsiębiorstwa jest możliwe po określeniu, czym ona jest i co o niej decyduje. Istnieje wiele podejść do definiowania wartości przedsiębiorstwa. Adaptując nomenklaturę służącą do określania wartości aktywów w Międzynarodowych Standardach Rachunkowości (MSR), można mówić o wartości przedsiębiorstwa: bieżącej, bilansowej, ekonomicznej i godziwej.⁴⁹

- **Wartość bieżąca** będzie odpowiadała zdyskontowanej wartości bieżącej przyszłych wpływów środków pieniężnych netto, które wypracuje przedsiębiorstwo w toku działalności gospodarczej.
- **Wartość bilansowa** będzie odpowiadała sumie aktywów ujmowanych w bilansie po odliczeniu umorzeń oraz łącznej kwoty odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości.
- **Wartość ekonomiczna** odpowiada cenie sprzedaży netto sumy składników aktywów lub ich wartości użytkowej, zależnie od tego, która z nich jest wyższa.
- **Wartość godziwa** 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.

Zbliżoną, jednocześnie znacznie szerszą klasyfikację wartości przedsiębiorstwa podaje Helfert, wyróżniając wartość: ekonomiczną, rynkową, księgową, likwidacyjną, rozbiorową, odtworzeniową, zastawną, własnościową, szacunkową, funkcjonującego przedsiębiorstwa i właścicielską.⁵⁰

Składniki wartości

Jakkolwiek istnieje wiele definicji wartości, to na potrzeby koncepcji *VBM* zostanie przyjęta ekonomiczna definicja wartości przedsiębiorstwa w rozumieniu zbliżonym do ujęcia Helferta, odzwierciedlająca ekonomiczną sytuację przedsiębiorstwa opartą na danych fundamentalnych. W zależności od przyjętych definicji w różny sposób ustalana jest wartość przedsiębiorstwa. Według teorii Modiglianiego i Millera z 1958 r. wartość przedsiębiorstwa zależy wyłącznie od strumienia jej przyszłych dochodów, które są uzależnione od aktywów przed-

⁴⁹ Zob. *Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 1999*, International Accounting Standards Committee, London 1999, s. 1360.

⁵⁰ E.A. Helfert, *Techniki analizy finansowej*. PWE, Warszawa 2004, s. 451-457.

siębiorstwa i nie zależy od sposobu ich finansowania.⁵¹ Oczywiście wniosek dotyczący struktury finansowania jest słuszny jedynie przy szczególnym zestawie założeń. Zmodyfikowany model Modiglianiego i Millera, uwzględniający oszczędności podatkowe i koszty potencjalnych trudności finansowych, informuje, że istnieje optymalna wielkość długu dla każdego przedsiębiorstwa. Tak więc z prac Modiglianiego i Millera można wywnioskować, że o wartości przedsiębiorstwa decydują przyszłe strumienie dochodów, które są uzależnione od zarządzania aktywami i od zarządzania strukturą finansową przedsiębiorstwa. Benninga i Sarig proponują ustalać wartość przedsiębiorstwa jako wartość jego kapitału własnego, powiększoną o wartości zadłużenia przedsiębiorstwa, obciążonego kosztem odsetek lub inaczej jako sumę wartości kapitału własnego, zadłużenia oraz wszystkich innych papierów wartościowych, nie należących do kapitału obrotowego.⁵² Definicję tę rozszerza Jajuga, według którego wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie wartości długu i wartości kapitału własnego oraz składników pozabilansowych (opcje rzeczowe i finansowe).⁵³ Inaczej widzą wartość przedsiębiorstwa Brigham i Gapenski, którzy uważają, że na wartość przedsiębiorstwa składają się:⁵⁴

- wartości istniejących aktywów,
- wartość „możliwości wzrostu” (projektów z dodatnimi *NPV*)

Podobnie wartość przedsiębiorstwa określa Rappaport, według którego o wartości decydują trzy elementy:

- zaktualizowana wartość przepływów gotówki z działalności operacyjnej w okresie objętym prognozą,
- wartość rezydualna,
- wartość papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży.⁵⁵

$$PVC = PVCF + RV + PW \quad (1.1)$$

gdzie: *PVC* – bieżąca wartość przedsiębiorstwa,

PVCF – zaktualizowana wartość przepływów gotówki z działalności operacyjnej w okresie objętym prognozą,

RV – wartość rezydualna,

PW – wartość papierów wartościowych przeznaczonych do sprzedaży.

⁵¹ E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie ...* wyd. cyt., t. 2, s. 32.

⁵² S.Z. Benninga, O.H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: Metody wyceny*, WIG-Press Warszawa 2000, s. 267.

⁵³ K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, [w:] *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod red. D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, t. 1, s. 284.

⁵⁴ E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie ...* wyd. cyt., t. 2, s. 304.

⁵⁵ A. Rapaport, *Wartość dla ...* wyd. cyt., s. 38.

W zbliżony sposób bieżącą wartość przedsiębiorstwa określa Duliniec, która poza papierami wartościowymi przeznaczonymi do sprzedaży proponuje uwzględnić również inne aktywa nie zaangażowane w działalność operacyjną.⁵⁶

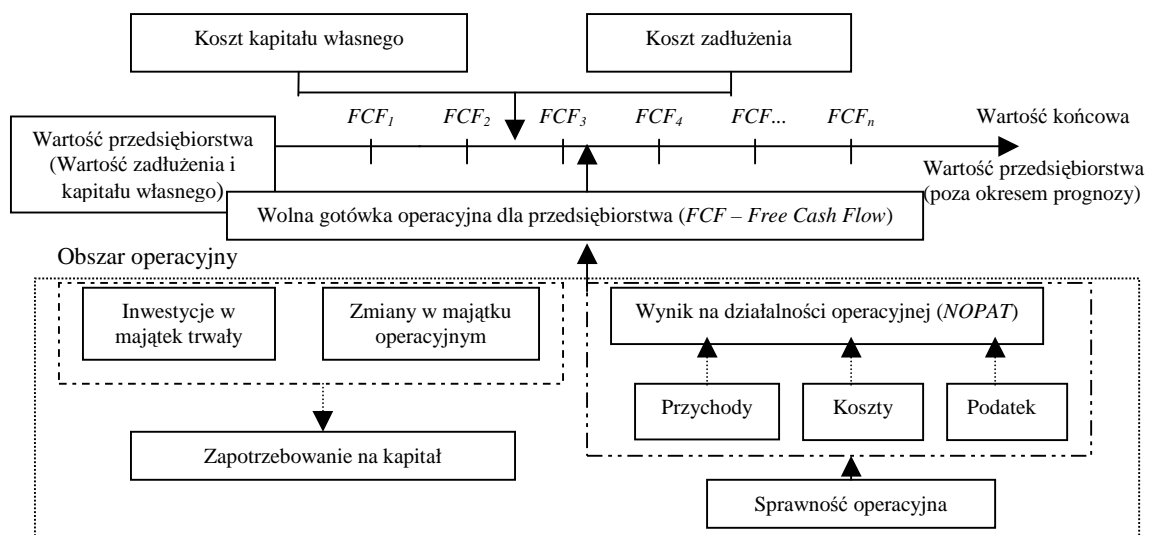
$$PVC = PVCF + RV + A \quad (1.2)$$

gdzie: A – aktywa nie zaangażowane w działalność operacyjną

Zdaniem autora w związku z przyjęciem na potrzeby VBM ekonomicznej definicji wartości przedsiębiorstwa, o wartości będzie decydował potencjał przedsiębiorstwa do generowania gotówki oraz wartość istniejących aktywów.

Czynniki wartości

Aby określić wartość przedsiębiorstwa, należy ustalić, jakie czynniki ją determinują. U Damodarana wartość przedsiębiorstwa, obliczana techniką DCF (ang. *discount cash flow*), jest uzależniona od kosztu kapitału własnego, kosztu zadłużenia i wolnej gotówki operacyjnej dla przedsiębiorstwa. Jego zdaniem, wolna gotówka jest zależna od decyzji podejmowanych w obszarze operacyjnym. Obszar ten obejmuje, poza zarządzaniem aktywami bilansowymi (trwałymi i operacyjnymi), przychody i koszty oraz sprawność organizacyjną, którą można rozumieć jako jeden z elementów kapitału intelektualnego (rysunek 1.7).



Rysunek 1.7. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa. Źródło: opracowanie własne na podstawie: Damodaran A., *Value Creation and Enhancement: Back to the Future*, http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page.

⁵⁶ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 143.

Black, Wright, Bachman dzielą czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa na:⁵⁷

- strategiczne,
- finansowe,
- operacyjne

Do strategicznych zaliczają:

- ryzyko,
- rentowność,

do finansowych:

- sprzedaż,
- marżę przepływów pieniężnych,
- kapitał obrotowy,
- majątek trwały,
- gotówkową stopę podatkową,
- koszt kapitału,

do operacyjnych:

- jednostkowy poziom sprzedaży,
- ceny → **a to wiąże się z należnościami,**
- asortyment → **a to wiąże się z zapasami,**
- stawkę za robociznę,
- koszty ogólne,
- produkcję → **a to wiąże się z zapasami,**
- produktywność → **a to wiąże się z całym majątkiem obrotowym,**
- harmonogram pracy,
- przestoje → **a to wiąże się z zapasami,**
- warunki sprzedaży → **a to wiąże się z zapasami i należnościami,**
- warunki dostawców → **a to wiąże się z zapasami,**
- politykę płatności → **a to wiąże się z należnościami oraz zobowiązaniami z tytułu dostaw, robót i usług,**
- strategię dotyczące źródeł zasobów,
- decyzje o lokalizacji,
- budżetowanie kapitałowe,

⁵⁷ A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości ...* wyd. cyt., s. 101.

- taktykę w zakresie innowacji,
- decyzje w zakresie finansowania → **a to wiąże się ze źródłami finansowania majątku obrotowego,**

Zbierając powyższe definicje, można stwierdzić, że o wartości przedsiębiorstwa decyduje:

- 1) sposób wykorzystania aktywów (zarządzanie aktywami w tym kapitałem intelektualnym),
- 2) struktura kapitału,
- 3) potencjał wzrostu, możliwość wzrostu (tkwiący w aktywach przedsiębiorstwa),
- 4) zarządzanie strategiczne.

Według Rossa, Westerfielda, Jordana aktywa, od których zależy wartość przedsiębiorstwa, można podzielić na:⁵⁸

- bilansowe:
 - majątek trwały,
 - majątek obrotowy,
- nie ujęte w bilansie (pozabilansowe):
 - dobre zarządzanie,
 - reputacja przedsiębiorstwa,
 - pracownicy.

Zdaniem autora, listę aktywów pozabilansowych można poszerzyć o:

- kontakty z otoczeniem,
- kwalifikacje kadry zarządzającej,
- przyjęte, utrwalone metody zarządzania, procedury postępowania,
- strukturę organizacji,
- aktywa, które nie zostały ujęte w bilansie z racji swej wartości, zużycia księgowego czy też innych przyczyn.

Wyszczególnione aktywa pozabilansowe można podzielić na te, które zaliczane są do kapitału intelektualnego, i pozostałe aktywa pozabilansowe (reputacja przedsiębiorstwa, struktura organizacji, aktywa nieujęte w bilansie z racji wartości zużycia w związku z ich dzierżawą lub leasingiem itp.).

Czynniki decydujące o wartości przedsiębiorstwa można podzielić (rysunek 1.8) na te, które mają charakter:

⁵⁸ S.A. Ross, R.W. Westerfield, B.D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom wydawniczy ABC Warszawa 1999, s. 42.

- pierwotny (podstawowe) i
- wtórny.

Do pierwotnych czynników wartości należy zaliczyć:

- kapitał intelektualny,⁵⁹
- zarządzanie majątkiem trwałym,
- zarządzanie majątkiem obrotowym.⁶⁰

Rola kapitału intelektualnego w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa jest w ostatnich latach silnie akcentowana.⁶¹ Istnieje wiele definicji kapitału intelektualnego (*IC - intellectual capital*)⁶², *OECD* definiuje ten kapitał jako ekonomiczną wartość dwóch kategorii nienamagalnych aktywów przedsiębiorstwa i kapitału organizacyjnego (strukturalnego) i kapitału ludzkiego.⁶³ Bratnicki dzieli kapitał intelektualny (zasoby intelektualne) na (rysunek 1.8):⁶⁴

- kapitał społeczny,
- kapitał ludzki i
- kapitał organizacyjny.

Zarządzanie tą częścią aktywów pozabilansowych, które określa się mianem kapitału intelektualnego, decyduje o wielkości aktywów bilansowych i pozostałych aktywów pozabilansowych przedsiębiorstwa.

⁵⁹ Szerzej na temat roli kapitału intelektualnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa [w]: T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 249; B. Kaczmarek, *Kapitał intelektualny a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe tendencje w zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Aktualny stan i perspektywy rozwoju*, materiały konferencyjne pod redakcją E. Urbańczyka, (Uniwersytet Szczeciński) Wydawnictwo Kreos, Szczecin 2003, s. 333-340; D. Simpson, *Znaczenie kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe tendencje w...*, s. 401-414.

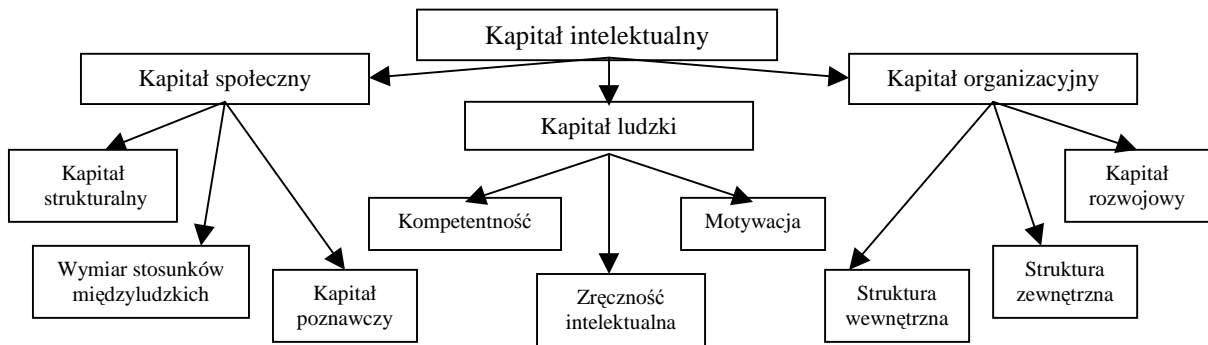
⁶⁰ Szerzej na temat wpływu majątku obrotowego na kreowanie wartości przedsiębiorstwa w rozdziale 2.

⁶¹ Zob. D. Dobija, *Jak mierzyć i sprawozdawać kapitał ludzki i intelektualny firmy*, [w:] *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*. Tom I. Materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 215-234; A. Sokołowska, *Zarządzanie kapitałem intelektualnym a zarządzanie wiedzą – integracja i dezintegracja*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Integracja i dezintegracja*, pod redakcją H. Jagody, J. Lichtarskiego. Prace naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 928. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 150-156.

⁶² Można się też spotkać ze skrótami *KC (knowledge capital)* i *KA (knowledge assets)*.

⁶³ Organization for Economic Co-operation and Development, "Guidelines and instructions for OECD symposium" International Symposium Measuring and Reporting Intellectual Capital: Experiences, Issues, and Prospects, June 1999, OECD, Amsterdam, Paris. za T. Dudycz, *Finansowe narzędzia ...* wyd. cyt., s. 250.

⁶⁴ M. Bratnicki, *Spojrzenie na kapitał intelektualny z punktu widzenia wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, materiały konferencyjne pod redakcją J. Duraja, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1999, s. 33.



Rysunek 1.8. Główne składniki kapitału intelektualnego. Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Bratnicki, *Spojrzenie na kapitał ...* wyd. cyt., s. 26

Kapitał intelektualny występuje w każdym przedsiębiorstwie niezależnie od profilu i formy działalności przedsiębiorstwa. Występuje on także wtedy gdy w przedsiębiorstwie nie ma świadomości jego istnienia. Jest on jednym z najistotniejszych czynników (jeżeli nie najistotniejszym) wartości przedsiębiorstwa. Kapitał intelektualny wpływa na dwa pozostałe pierwotne czynniki wartości, na zarządzanie majątkiem trwałym i zarządzanie majątkiem obrotowym. To od niego uzależniona jest po części wielkość niezbędnych nakładów na twarde aktywa, gdyż przesądzają o tym właśnie kwalifikacje pracowników, wiedza technologiczna, skłonność do zmian, kontakty z klientami i dostawcami, innowacyjność, kultura i struktura organizacyjna, filozofia zarządzania oraz wiele innych elementów zaliczanych do kapitału intelektualnego.

Trzy podstawowe czynniki wartości współdecydują o czynnikach wtórnych, takich jak:

- przychody z działalności operacyjnej,
- koszty działalności operacyjnej,
- zarządzanie zobowiązaniami bieżącymi,
- ryzyko (inwestycyjne, prawne, operacyjne, rynku, płynności finansowej),
- zarządzanie strukturą kapitału.

Wybrane wtórne czynniki wartości

Zarządzanie strukturą kapitałową

Współzależność pomiędzy strukturą kapitałową przedsiębiorstwa a jego wartością jest przedmiotem zainteresowania teoretyków finansów od ponad 60 lat. Szczególny wzrost zainteresowania tą problematyką nastąpił po opublikowaniu prac Modiglianiego i Millera.⁶⁵

Za optymalną strukturę kapitału uważa się taką, która prowadzi do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Teoria finansów nie jest w stanie określić uniwersalnej formuły, która umożliwiłaby wyznaczenie docelowej optymalnej struktury kapitałowej dla danego przedsiębiorstwa. Badania nad wpływem struktury kapitałowej na wartość przedsiębiorstwa zaowocowały powstaniem szeregu teorii, np. teoria substytucji, hierarchii źródeł finansowania, sygnalizacji.⁶⁶ Problem optymalnej struktury kapitału próbowali w praktyce rozwiązać Groth i Anderson. Podają oni praktyczne wskazówki, dzięki którym przedsiębiorstwo może określić, jak blisko optymalnej struktury kapitału się znajduje.⁶⁷ Wskazówki te są jednak oparte na informacjach płynących z rynku kapitałowego. W przypadku przedsiębiorstw spoza rynku giełdowego można oprzeć się na wynikach badań przeprowadzonych w krajach dawnej grupy G7. Z badań tych wynika, że przeciętne całkowite zadłużenie przedsiębiorstw według wartości księgowych w latach 1987-1991 zawierało się w przedziale 50-70%, a według wartości rynkowych między 40 a 66%.⁶⁸ Zadłużenie polskich przedsiębiorstw notowanych na GPW z wyłączeniem instytucji finansowych kształtowało się w latach 1996-1999 w przedziale 42-48%.⁶⁹

Zarządzanie ryzykiem

Istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa mają pominięte przez Modiglianiego i Millera ryzyko niewypłacalności i związane z nimi koszty trudności finansowych.⁷⁰ Ryzyko

⁶⁵ D. Zarzecki, *Koszt kapitału a wartość przedsiębiorstwa*, [w:] praca zbiorowa pod redakcją J. Duraja, *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock 2002, s. 111.

⁶⁶ M. Siudak, *Zarządzanie wartością ...* wyd. cyt., s. 59.

⁶⁷ J.C. Groth, R.C. Anderson, *Capital Structure: Perspectives for Managers*, "Management Decisions", nr 35/6 1997.

⁶⁸ K.G. McClure, R. Clayton, R.A. Hofler, *International Capital Structure Differences Among the G7 Nations: a Current Empirical View*, "The European Journal of Finance" nr 5/1999, s. 141-164; zob. też: W. Pluta, *Iteracyjna metoda szacowania optymalnej struktury kapitałów*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie Finansami. Mięzytytety wyników i wycena przedsiębiorstw*, t. 2. materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003, s. 217-222.

⁶⁹ T. Dudycz, *Finansowe ...* wyd. cyt., s. 174.

⁷⁰ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 125.

można rozumieć jako możliwość wystąpienia wyniku niezgodnego z oczekiwaniami.⁷¹ W procesie określania wartości przedsiębiorstwa można mówić o dwóch kategoriach ryzyka:

- ryzyku przedsiębiorstwa i
- ryzyku wyceny

Obie kategorie ryzyka w istotny sposób mogą wpływać na oszacowanie wartości przedsiębiorstwa. W metodach dyskontowych wyceny przedsiębiorstwa ryzyko przedsiębiorstwa jest wkalkulowane w koszt kapitału. Im większe ryzyko przedsiębiorstwa tym wyższy koszt kapitału i niższa wartość przedsiębiorstwa. Ocena ryzyka przedsiębiorstwa jest możliwa po identyfikowaniu:

- ryzyka rynkowego (wynikającego ze zmiany cen materiałów, produktów, towarów, usług, zmiany stóp procentowych, kursów walut),
- ryzyka kredytowego,
- ryzyka operacyjnego,
- ryzyka płynności finansowej,
- ryzyka inwestycji,
- ryzyka prawnego.

Dla inwestorów ważną kategorią ryzyka, którą można zaliczyć do ryzyka przedsiębiorstwa, jest ryzyko sprawozdań finansowych. Ta kategoria ryzyka nabrała szczególnego znaczenia w kontekście spektakularnych upadków przedsiębiorstw głównie w Stanach Zjednoczonych i Europie, których sprawozdania finansowe nie odzwierciedlały rzeczywistego obrazu firmy.⁷²

Ryzyko wyceny to tak naprawdę ryzyko modelu. Ryzyko modelu można podzielić na:

- ryzyko złej identyfikacji modelu,
- ryzyko estymacji modelu.

Ryzyko identyfikacji modelu wynika z faktu, że w procesie wyceny stosowany jest nieuprawniony do tego celu model (co wiąże się np. z brakiem odpowiednich danych). Ryzyko estymacji modelu wynika z tego, że większość wielkości w modelu wyceny, jest określanych na podstawie danych historycznych.⁷³ Aby zminimalizować ryzyko wyceny konieczne wydaje się określenie błędu wyceny lub przeprowadzenie analizy wrażliwości dla parametrów, które są szacowane.

⁷¹ K. Jajuga, *Wartość i ryzyko przedsiębiorstwa a informacje finansowe – niektóre współczesne problemy*, [w:] *Czas na pieniądź. Zarządzanie Finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, materiały konferencyjne pod redakcją D. Zarzeckiego, Uniwersytet Szczeciński, Warszawa 2003, t. 1, s. 286.

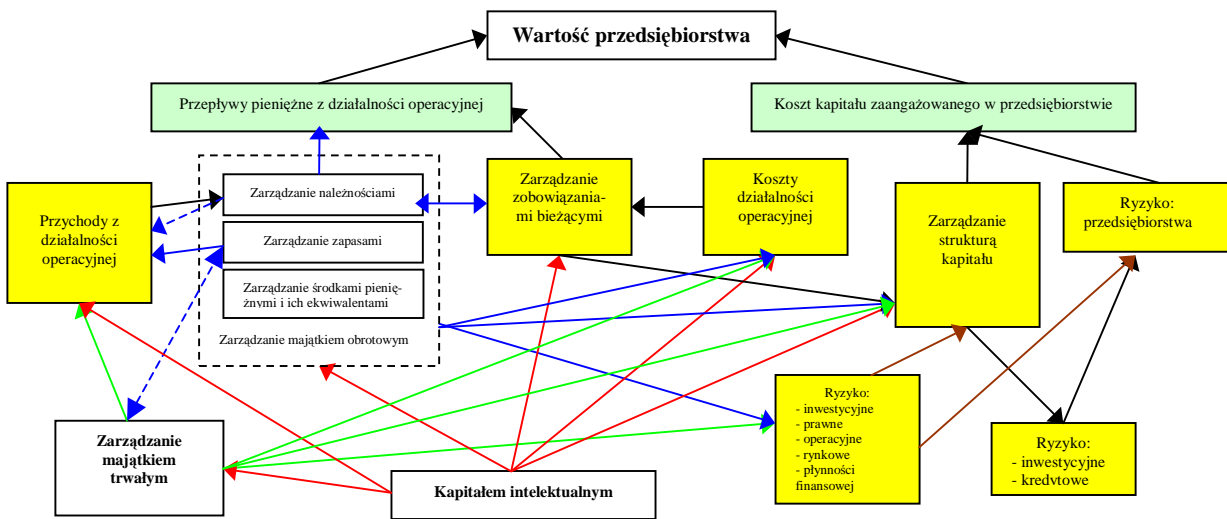
⁷² Np. Enron, World.com, Parmalat.

⁷³ K. Jajuga, *Wartość i ryzyko ...* wyd. cyt., t. 1, s. 287.

Pozostałe wtórne czynniki wartości zostaną omówione w rozdziale 2. w kontekście wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na wartość przedsiębiorstwa.

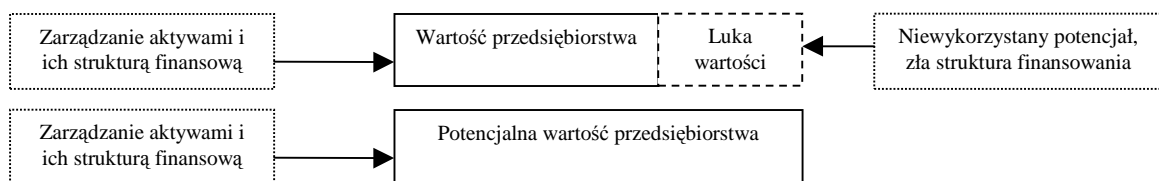
Czynniki wtórne za pośrednictwem przepływów pieniężnych i kosztu zaangażowanego kapitału wpływają na wartość przedsiębiorstwa. Efekty decyzji podejmowanych w obszarze czynników pierwotnych i wtórnych kształtują (rysunek 1.9):

- ❑ przepływy pieniężne i
- ❑ koszty kapitału zaangażowanego w przedsiębiorstwo.



Rysunek 1.9. Czynniki kształtujące wartość przedsiębiorstwa. Źródło: opracowanie własne

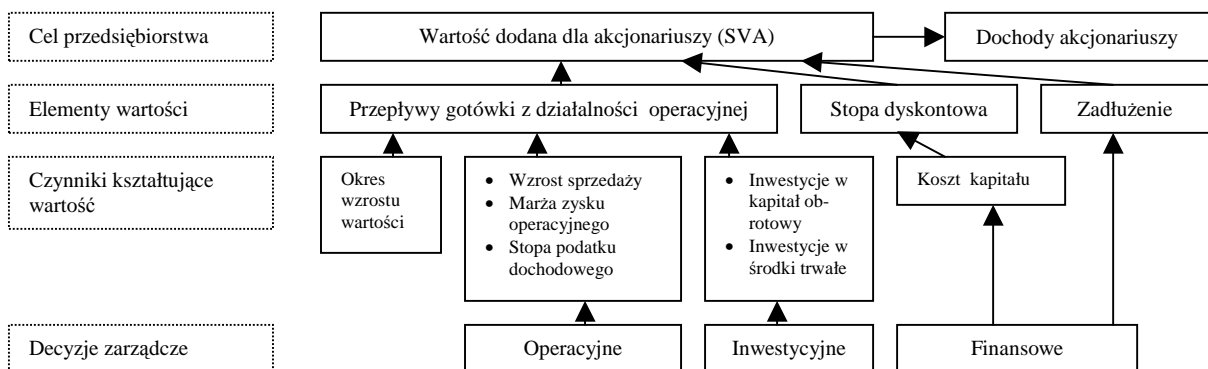
Zarządzanie wymienionymi czynnikami decyduje o wartości przedsiębiorstwa i powstawaniu ewentualnej „luki wartości” (rysunek 1.10) czyli różnicy między potencjalną i aktualną wartością przedsiębiorstwa.



Rysunek 1.10. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Źródło: opracowanie własne

1.2.2. Wartość przedsiębiorstwa a wartość dla właścicieli

W koncepcji *VBM* istotne jest określenie związków między wartością przedsiębiorstwa, a wartością dla jego właścicieli. Proces kreowania wartości dla właścicieli określany jest skrótem *SHV* (*shareholder value*) – wartość dla akcjonariuszy. Według Rappaporta wartość dla właścicieli równa jest wartości przedsiębiorstwa pomniejszonej o wielkość jego zadłużenia.⁷⁴ Aby więc rosła wartość dla właścicieli musi wzrastać wartość przedsiębiorstwa. Jak widać, Rapaport utożsamia wartości dla właścicieli z wartością przedsiębiorstwa, co ilustruje rysunek 1.11. Z rysunku tego wynika, że czynniki wpływające na wartość przedsiębiorstwa determinują również wartość dla właścicieli.



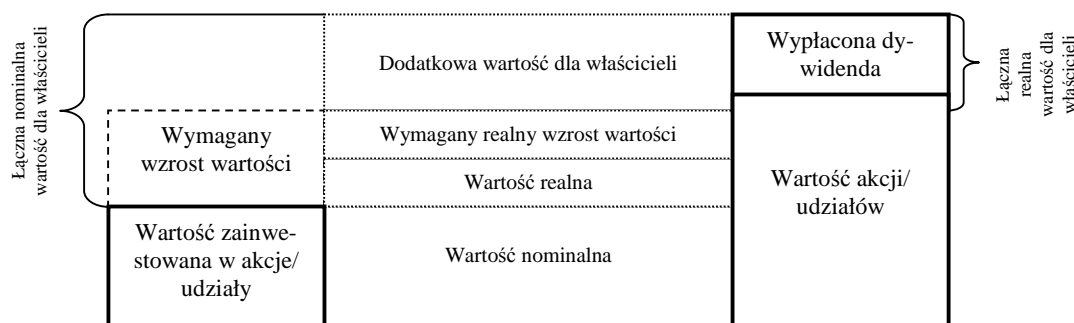
Rysunek 1.11. Sieć wartości dla akcjonariuszy. Źródło: A. Rapaport, *Wartość dla ...* wyd. cyt., s. 65

Z punktu widzenia jednak konkretnego właściciela przedsiębiorstwa o wzroście wartości dla niego decyduje (rysunek 1.12):

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

Z rysunku wynika, że wzrost wartości dla właściciela nastąpi wtedy, gdy nominalna suma wypłaconej dywidendy i przyrostu wartości akcji/udziałów będzie większa od wymaganego wzrostu wartości. Wymagany przez właściciela wzrost wartości odpowiada kosztowi kapitału własnego przedsiębiorstwa.

⁷⁴ A. Rapaport, *Wartość dla ...* wyd. cyt., s. 38.



Rysunek 1.12. Wartość dla właścicieli przedsiębiorstwa. Źródło: opracowanie własne

W literaturze pojawiają się także klasyfikacje czynników wartości pokazujące w sposób skwantyfikowany stopień ich wpływu na wartość dla właścicieli. Jest to niezwykle atrakcyjne, a jednocześnie złudne. Siła wpływu na wartość dla właścicieli poszczególnych generatorów wartości według Price Waterhouse jest pokazana w tabeli 1.1.

Tabela 1.1. Siła oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost wartości dla akcjonariuszy

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%
średni ważony koszt kapitału	-1%	+10%
okres przewagi nad konkurencją	+1%	+17%

Źródło: P. Driscoll, *Value Builder: Enhancing Shareholder Value*, Warsaw Corporate Center 1997, za J. Jeżak, *Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, [w:] *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – koncepcje przekrojowe*, Prace Naukowe AE we Wrocławiu, pod redakcją: H. Jagody i J. Lichtarskiego, AE Wrocław 1998, s. 288.

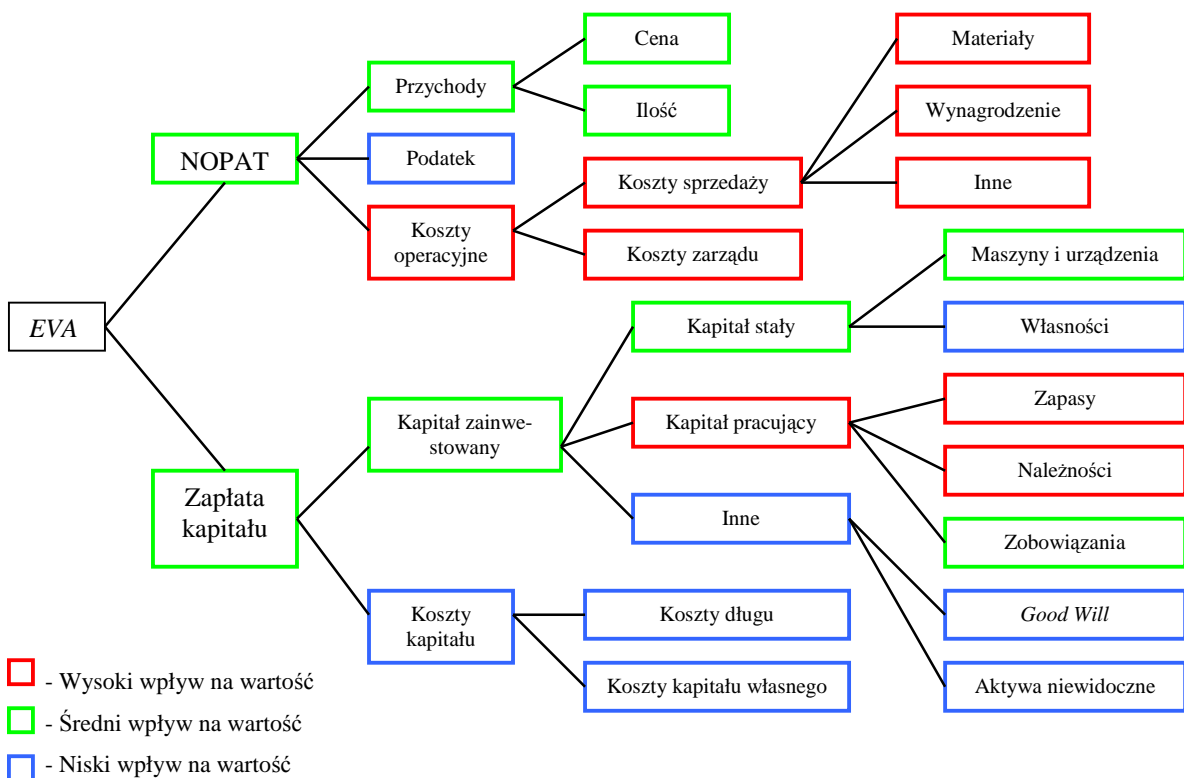
Wyniki zawarte w tabeli 1.1 sugerują, że zmiany niektórych czynników mają większy wpływ na wartość dla właścicieli niż pozostałe. Z kategorycznymi stwierdzeniami zawartymi w tej tabeli trudno się zgodzić. Być może, że w określonych warunkach zmniejszenie inwestycji czy też nakładów na kapitał obrotowy wpływa na wzrost wartości dla akcjonariuszy, lecz będzie to raczej efekt krótkookresowy. Można jednak wykazać, że skutek tych działań w długim okresie będzie niekorzystny dla właścicieli.⁷⁵ W związku z tym nie należy przedsiębiorstwom

⁷⁵ Zmniejszenie kapitału obrotowego netto powoduje według danych z tabeli zmniejszenie wartości dla właścicieli przedsiębiorstwa. Jednocześnie może ona niekorzystnie wpłynąć na strukturę kapitału, a w konsekwencji na WACC. Podobnie z inwestycjami: ich zmniejszenie ma powodować wzrost wartości dla właścicieli, może jednak przynieść przeciwne skutki gdyż negatywnie będzie wpływać na okres przewagi konkurencyjnej. Według Price Waterhouse największy wpływ na wartość ma marża zysku operacyjnego. Jest to może prawda w określonych sytuacjach. Można sobie jednak wyobrazić szereg przypadków, gdy zwiększenie marży nie spowoduje wzrostu wartości a wręcz ją zmniejszy. Jeżeli np. wzrost marży jest spowodowany zwiększeniem cen produktów lub usług, to może spowodować zmniejszenie liczby klientów i w konsekwencji mniejsze przepływy pieniężne netto, co z pewnością nie wpływa na wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz wartość dla właścicieli.

zalecać zmniejszenia nakładów na te dwie pozycje jako sposobu na wzrost wartości dla właścicieli.

Siła wpływu poszczególnych czynników wartości może być prawdziwa tylko dla określonych przypadków. Każde przedsiębiorstwo jest inne, co oznacza, że każde może wymagać innych działań dla poprawienia swojej wartości. Poszczególne czynniki wartości wchodzą we wzajemne relacje. Zmiana jednego z czynników może powodować zmianę w kilku innych, zatem należy ostrożnie podchodzić do informacji zawartych w tego typu zestawieniach.

Zdają sobie z tego sprawę propagatorzy parametrów mierzących efekt kreacji wartości przedsiębiorstwa, pokazując siłę poszczególnych generatorów wartości (rysunek 1.13).



Rysunek 1.13. Składniki wartości parametru EVA. Źródło: *Demystifying EVA and EVA Implementation*, Fingan & Company LLC, Icelandic Management Association Conference on EVA®, November 16, 1999

Badając relacje między wartością przedsiębiorstwa a wartością dla właścicieli, można postawić następujące pytanie: Czy wzrost wartości przedsiębiorstwa przekłada się na wzrost wartości dla jego właścicieli? Z wartości całego przedsiębiorstwa na właścicieli przypada ta, która pozostaje po odjęciu wartości zadłużenia (wzór 1.3).

$$SV = CV - DV \quad (1.3)$$

gdzie: SV – wartość dla właścicieli,
 CV – wartość przedsiębiorstwa,
 DV – wartość zadłużenia.

Wartość dla właścicieli jest to wartość reprezentowana przez kapitał własny, więc jeżeli przyrost tej wartości można zapisać jako:

$$\Delta SV = \Delta CV - \Delta DV \quad (1.4)$$

to jest ona tożsama z przyrostem wartości kapitału.

$$\Delta SV = \Delta MV \quad (1.5)$$

gdzie: MV – wartość rynkowa kapitału własnego.

Wzrost wartości rynkowej kapitału własnego nie odpowiada przyrostowi wartości dla właścicieli, gdy:

- wyemitowano nowe akcje / udziały płatne gotówką,
- dokonano konwersji długu zamiennego na akcje.

Natomiast spadek wartości rynkowej kapitału własnego nie pokrywa się ze spadkiem wartości dla właścicieli gdy:

- przedsiębiorstwo wypłaciło dywidendy,
- przedsiębiorstwo wykupiło akcje.

W związku z tym przyrost wartości dla właścicieli wynosi:⁷⁶

$$\begin{aligned} \text{Przyrost wartości dla właścicieli} = & \\ & \text{Wzrost wartości rynkowej kapitału własnego} \\ & + \text{Dywidendy wypłacone w trakcie roku} \\ & - \text{Wydatki na zwiększenie kapitału własnego} \\ & + \text{Inne płatności dla właścicieli (np. wykup akcji)} \\ & - \text{Konwersja długu zamiennego} \end{aligned} \quad (1.6)$$

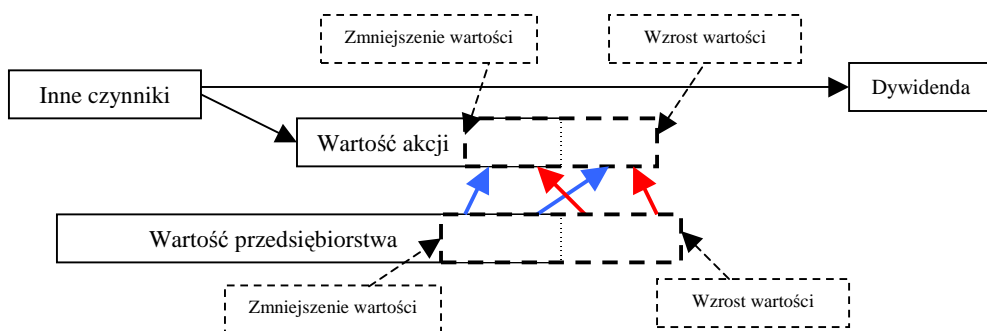
Powyższe relacje między zmianami wartości przedsiębiorstwa a zmianami wartości dla właścicieli mogą być zniekształcone przez błędy pomiaru. Niektóre z nich to:

- 1) przyjęta metoda wyceny wartości przedsiębiorstwa,
- 2) przyjęta metoda mierzenia efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa,
- 3) subiektywne założenia, co do przyszłości przedsiębiorstwa,

⁷⁶ T. Dudycz, P. Szymański, *Pomiar wartości dodanej dla akcjonariuszy*, [w:] *Inwestycje i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, pod redakcją K. Jajugi i W. Ronki-Chmielowca. Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 991, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu 2003, s. 107-121

- 4) oceny giełdy, kraju czy regionu przez inwestorów,
- 5) kursy walut.

Wartość przedsiębiorstwa ma względny charakter. W określeniu wartości przedsiębiorstwa zawsze istnieje duża doza subiektywizmu w sferze doboru zarówno metod, jak i informacji oraz przyjętych założeń. Zatem wartość przedsiębiorstwa ma zawsze charakter szacunkowy, nie zaś bezwzględny. Zmiany wartości dla właścicieli mogą powstać także w sytuacjach braku zmian działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, np. w wyniku zmian na rynkach walutowych czy też zmiany nastawienia części inwestorów co do przyszłości kraju, regionu (rysunek 1.14).



Rysunek 1.14. Zmiany w wartości przedsiębiorstwa a zmiany w wartość akcji / udziałów. Źródło: opracowanie własne

Jak pokazano na rysunku, zmiana wartości przedsiębiorstwa powinna mieć swoje odzwierciedlenie w kursie akcji, lecz możliwe są również sytuacje, kiedy to wartość przedsiębiorstwa rośnie, a spada wartość akcji lub odwrotnie. W związku z tym, że w zarządzaniu przedsiębiorstwem dominuje ujęcie księgowo, a nie ekonomiczne, w praktyce mogą zdarzać się także sytuacje, w których dywidenda jest wypłacana przy zmniejszeniu się wartości przedsiębiorstwa.