

Wstęp

W ostatnich latach w nurt wieloletnich dyskusji na temat podstawowego celu funkcjonowania przedsiębiorstwa wpisała się koncepcja zarządzania wartością – *VBM* (*value based management*), która za nadrzędny cel istnienia przedsiębiorstwa stawia tworzenie wartości dla jego właścicieli. Do głównych przesłanek pojawienia się tej idei należą przyrost i ekspansja prywatnego kapitału, globalizacja rynków i rewolucja informatyczna. Realizacja tej koncepcji niesie korzyści dla przedsiębiorstw oraz dla całej gospodarki, gdyż koncentracja na wartości dla właścicieli sprzyja wzrostowi wydajności i uwalnia zasoby, co w perspektywie jest korzystne dla wszystkich zainteresowanych: na poziomie krajowym zwiększa się możliwość zatrudnienia, ponieważ dystrybucja tworzonej wartości uwalnia więcej dochodu netto w gospodarce, dzięki czemu większa część dochodu może zostać przeznaczona na cele konsumpcyjne, co z kolei sprawia, że przedsiębiorstwa zyskują dodatkowe możliwości rozwoju.

Koncepcja *VBM* uzyskała najmocniejszą pozycję, w sferze zarówno myśli teoretycznej, jak i praktycznej w Stanach Zjednoczonych. Z biegiem czasu (poprzez rynki kapitałowe) rozprzestrzeniła się w całej Europie, dotarła również do Polski. Wielu ekonomistów upatruje w niej jedno ze źródeł sukcesu amerykańskiej gospodarki. Wagę tej koncepcji dla sprawnego funkcjonowania gospodarek poszczególnych krajów potwierdza dyskusja przetaczająca się po Europie na temat ładu korporacyjnego. W Polsce dostrzeżono także zmiany zachodzące w sposobie formułowania celów przedsiębiorstwa. Ich efektem jest wprowadzanie na warszawską Giełdę Papierów Wartościowych „Kodeksu dobrych praktyk”, w którym jednym z głównych punktów jest deklaracja przedsiębiorstw o tworzeniu wartości dla właścicieli.

Niemalą wpływ na popularność tej koncepcji w Polsce miała reforma systemu ubezpieczeń społecznych, która spowodowała powstanie nowych inwestorów instytucjonalnych – funduszy emerytalnych. Organizacje te, tak jak to miało miejsce wcześniej w innych krajach, wymuszają na przedsiębiorstwach większą dbałość o interes właścicieli. Ten proces powoli zachodzi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), a z czasem, za pośrednictwem banków, funduszy inwestycyjnych oraz przez wzajemne powiązania między przedsiębiorstwami, obejmie pozostałe przedsiębiorstwa.

Zjawisko to daje możliwość poprawienia efektywności przedsiębiorstw oraz zwiększenia szans rozwojowych polskiej gospodarki. Z powyższych przyczyn sprawą istotnie ważną jest zdiagnozowanie obecnej sytuacji w zakresie kreowania wartości i sprawdzenie jaka część polskich przedsiębiorstw zwiększa swoją wartość. W Polsce dyskusja w środowisku naukowym nad koncepcją zarządzania wartością rozpoczęła się stosunkowo niedawno, a mimo to zaowocowała szeregiem prac o charakterze teoretycznym i praktycznym. Od kilku lat na wielu konferencjach naukowych poruszana jest problematyka VBM. Do głównych prac z tego zakresu o charakterze teoretycznym można zaliczyć opracowania m.in.: M. Marcinkowskiej¹, T. Dudycza², M. Michalskiego³, T. Waśniewskiego i W. Skoczylasa⁴, D. Wędzkiego⁵, A. Rutkowskiego⁶ oraz pracę zbiorową pt. *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*⁷. Natomiast praktyczną stroną tego zagadnienia zajmowali się dotychczas: W. Majdzik⁸, R. Stepnowski⁹, E. Mączyńska i M. Zawadzki¹⁰, A. Szablewski¹¹, E. Mączyńska i L. Pietrewicz¹², M. Siudak¹³ oraz A. Cwynar i W. Cwynar¹⁴.

Jedne z pierwszych badań nad tworzeniem wartości przeprowadzili Majdzik i Stepnowski. Badania obejmowały kilka wybranych spółek warszawskiej giełdy. Wyniki badań były bardzo pesymistyczne, jako że wielkości EVA dla większości spółek były ujemne. Wnioski płynące z badań w pracy Mączyńskiej i Zawadzkiego były również raczej pesymistyczne. Brakuje bowiem w Polsce korelacji między płacami menadżerów a wartością zarządzanych przez nich spółek. Jednocześnie zarówno właściciele, jak i zarządy spółek nadmierną uwagę koncentrują na wskaźnikach opartych na zysku. Kolejna praca pod redakcją Szablewskiego była studium przypadków korporacji amerykańskich. W pracy Mączyńskiej

¹ M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

² T. Dudycz, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.

³ M. Michalski, *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*, WIG-Press Warszawa 2001.

⁴ T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.

⁵ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstw. Przepływy pieniężne dla właścicieli*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.

⁶ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003.

⁷ *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001.

⁸ W.A. Majdzik, *Ewa czy Mewa: kapitał też kosztuje*, „Rzeczpospolita” nr 243/1996.

⁹ R. Stepnowski, *Bankowa ekonomiczna wartość dodana*, „Parkiet – Gazeta Giełdy. Polski Rynek Kapitałowy” (dodatek) 1997/1998.

¹⁰ E. Mączyńska, M. Zawadzki, *Tyle menedżerom, ile warte są ich firmy*, „Rzeczpospolita” 1998, nr 259.

¹¹ *Strategia wzrostu wartości firmy*, pod redakcją A. Szablewskiego, Poltex, Warszawa 2002.

¹² E. Mączyńska, L. Pietrewicz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstw – aspekty własnościowe (wyniki badań)*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a struktura akcjonariatu*, CeDeWu, Warszawa 2001, s. 19-34.

¹³ M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001.

¹⁴ A. Cwynar, W. Cwynar, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej – koncepcje, systemy, narzędzia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.

i Pietrewicza przedstawiono wyniki badań 200 dużych przedsiębiorstw ze sfery produkcyjnej, należących do państwa i sprywatyzowanych. Przedmiotem badań był wpływ formy (i struktury) własności, celów i jakości nadzoru właścicielskiego na zarządzanie wartością. Sprawdzono również wpływ zarządzania wartością dla pracowników. Dwie pozostałe prace prezentowały wyniki badań przeprowadzonych w Polsce i obejmujące przedsiębiorstwa giełdowe. W badaniach przeprowadzonych przez Siudaka uwzględniono 164 spółki notowane na GPW w grudniu 1998 r. (z wyjątkiem banków i ubezpieczycieli). Zakres badań obejmował analizę zarządzania wartością, którą przeprowadzono za pomocą mierników *MVA* (*market value added*) i *EVA* (*economic value addedTM*) na podstawie wyników spółek w latach 1995-98. Wniosek generalny płynący z tych badań był następujący: przebadane spółki marnotrawią zainwestowany kapitał, co nie gwarantuje im stabilnego, długoterminowego rozwoju. Marnotrawienie kapitału jest skutkiem realizowania inwestycji o ujemnych *NPV* (*net present value*). Z badań tych wynikało również, iż zarządy polskich przedsiębiorstw nie przywiązują należytej wagi do wartości rynkowej swoich firm i zarządzania wartością w ogólności. W pracy braci Cwynarów przedstawiono wyniki badań ankietowych przeprowadzonych na 38 spółkach notowanych na GPW (bez Narodowych Funduszy Inwestycyjnych) oraz badań wartości mierników *EVA*, *MVA* i *EBO* dla 209 spółek giełdowych w okresie od drugiego kwartału 1995 r. do czwartego kwartału 2000 roku. Z badań tych wynika, że większość spółek wykazuje ujemne wielkości *EVA*, jednocześnie z roku na rok przybywa tych, które tworzą dodatkową wartość dla swoich właścicieli.

W literaturze można spotkać również szereg rankingów klasyfikujących przedsiębiorstwa najczęściej przedsiębiorstwa giełdowe, ze względu na kreowaną przez nie wartość.¹⁵ W Polsce przeprowadzono również badania w pod nazwą: *Measures That's Matter* w ramach szerszego międzynarodowego kontekstu, którymi objęto 152 największe przedsiębiorstwa z dziewięciu branż. Dotyczyły one ustalenia stosowanych w polskich firmach metod pomiaru i oceny wyników. Według autorów tych badań zbyt optymistyczne rezultaty analizy wynikają z niepełnego zrozumienia koncepcji *VBM*.

Jak wcześniej wspomniano, wnioski płynące z przywoływanych badań w większości były pesymistyczne. Wynikało z nich bowiem m.in., że większość przedsiębiorstw generuje ujemną *EVA*, właściciele i zarządy spółek nadmierną uwagę przywiązują do wskaźników opartych na zysku, a alokacja kapitału w przedsiębiorstwach jest mało efektywna. W niektórych z powyższych prac poza przybliżeniem istoty koncepcji *VBM* ujęto m.in.

¹⁵ Rankingi takie przeprowadzały, np.: *Gazeta Finansowa* w 1998 r., *Gazeta Bankowa* w 1999 r., *Rzeczpospolita* w latach 2003 i 2004.

metodykę obliczania mierników efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa. Jednakże metodyka ta miała charakter przybliżony ze względu na fakt, iż dotychczasowe publikacje źródłowe (publikacje twórców poszczególnych mierników) na temat koncepcji zarządzania wartością mają charakter ogólny, albowiem wiedza operacyjna jest dobrem chronionym amerykańskich firm konsultingowych.

Zdecydowana większość dotychczasowych badań przeprowadzonych w Polsce ze względu na dostępność danych dotyczyła tworzenia wartości przez spółki giełdowe. Ich wyniki są pesymistyczne. Publikacje na ten temat nie wskazywały jednak, co powoduje, że przedsiębiorstwa niszczą wartość (zamiast ją tworzyć) oraz jak próbować zmienić tę sytuację. Niektórzy autorzy (np. P.T. Finegan i A. Rapaport) sygnalizują, że jednym z istotniejszych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa jest zarządzanie majątkiem obrotowym. W związku z tym w niniejszej pracy badania autora mają zweryfikować tezę, że: (I) *zarządzanie majątkiem obrotowym wywiera istotny wpływ na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa*. Jak już wcześniej wspomniano, nowi inwestorzy instytucjonalni wywierają nacisk na przedsiębiorstwa, aby zwiększać wartość; oznacza to, że przedsiębiorstwa, które tego nie będą robić, będą miały kłopoty z pozyskaniem kapitału, gdyż będzie on uciekał do przedsiębiorstw, które tę wartość powiększają. Z tego wynika kolejna teza pracy mówiąca, że: (II) *przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości*.

Koncepcja VBM w Polsce jest w zasadzie nowa, jeszcze nie okrzepła i nie jest szeroko znana. Istnieje co prawda w świadomości wielu zarządów przedsiębiorstw giełdowych, lecz również wśród nich jej wdrażanie nie jest standardem. W większości polskich przedsiębiorstw dominuje przekonanie, że główną korzyścią dla właścicieli jest zysk księgowy. Jednak mimo, że nie przekłada się on ani na możliwość wypłaty dywidendy, ani na wartość przedsiębiorstwa, gdyż, jak pokazują badania, korelacja jest niewielka. W polskiej praktyce jest on jednak nadal uważany za główny parametr stosowany przy ocenie osiągnięć firmy. W ten sposób zanedbywane są te parametry, które decydują o kreowaniu wartości przedsiębiorstwa, a tym samym korzyści dla właścicieli. W związku z tym kolejnymi tezami pracy są:

- III. *Potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości nie jest w wystarczającym stopniu wykorzystywany przez polskie przedsiębiorstwa.*
- IV. *Duża część polskich przedsiębiorstw nie zwiększa swojej wartości.*

Pojawienie się koncepcji VBM jest dobrym momentem, aby ponownie przyjrzeć się zarządzaniu zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami. Z przeprowadzonych studiów literaturowych wynika, że w Polsce do tej pory nie prowadzono

badania nad wpływem zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. Problemem tym od strony teoretycznej zajmował się D. Wędzki w pracy pt. *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa. Przepływy pieniężne a wartość dla właścicieli*.

Niniejsza praca wpisuje się w prezentowany nurt badań i jest próbą pogłębienia dotychczas przeprowadzonych badań w obszarze zarządzania wartością przedsiębiorstwa z naciskiem na jeden z kluczowych czynników wartości, jakim jest zarządzanie majątkiem obrotowym. W związku z powyższym do głównych celów pracy należą:

1. Empiryczna weryfikacja wpływu zarządzania majątkiem obrotowym na „lukę wartości” oraz identyfikacja błędów popełnianych przez polskie przedsiębiorstwa w tym obszarze.
2. Opracowanie zasad optymalizacji zarządzania majątkiem obrotowym pod kątem wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Pierwszy z nadrzędnych celów ma charakter poznawczy, drugi zaś - aplikacyjny. Osiągnięcie celu poznawczego będzie wymagało odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jak przedsiębiorstwa zarządzają majątkiem obrotowym?
2. Jak te działania wpływają na kreowaną przez przedsiębiorstwo wartość?
3. Jakie błędy popełniają w tym obszarze?
4. Jakie rezerwy tkwią w majątku obrotowym z punktu widzenia kreowania wartości przedsiębiorstwa?

Natomiast w ramach celu aplikacyjnego poszukiwane będą odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jakie czynniki są istotne dla optymalizacji majątku obrotowego?
2. Jak zarządzać majątkiem obrotowym, aby wartość kreowana przez przedsiębiorstwo była jak największa?

Celom pracy podporządkowany został układ pracy, która ma charakter teoretyczno-empiryczny i składa się z czterech rozdziałów.

W pierwszym rozdziale omówiono genezę koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa, jej zalety oraz związki z innymi koncepcjami zarządzania przedsiębiorstwem. W dalszej kolejności przedstawiono czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa oraz wskaźniki służące do pomiaru efektu kreacji wartości przedsiębiorstwa. Zaprezentowano również przykłady stosowania tej koncepcji w praktyce. Rozdział ten kończą przewidywania dotyczące perspektyw rozwoju koncepcji zarządzania wartością. Rozważania prowadzone w tym rozdziale służyły wykazaniu wagi tej koncepcji dla przedsiębiorstw i całej gospodarki.

W drugim rozdziale omówiono składniki majątku obrotowego i ich znaczenie w cyklu operacyjnym przedsiębiorstwa. Następnie na podstawie studiów literaturowych i własnych

przemysleń autora zaprezentowano naukowe metody zarządzania zapasami, należnościami oraz środkami pieniężnymi i ich ekwiwalentami, a także mierniki wykorzystywane w analizie ich struktury i efektywności. W dalszej części przedyskutowano stosowane klasyfikacje strategii zarządzania majątkiem obrotowym, poszczególnymi jego składnikami oraz źródłami ich finansowania. W ostatniej części tego rozdziału wykazano oddziaływanie zarządzania majątkiem obrotowym na proces kreacji wartości przedsiębiorstwa oraz na zmiany wartości parametrów *EVA*, *CVA* (*cash value added*), *SVA* (*shareholder value added*) i *CFROI* (*cash flow return on investment*).

Trzeci rozdział zawiera analizę praktyki polskich przedsiębiorstw w zakresie zarządzania majątkiem obrotowym i jego wpływ na proces kreowania wartości przedsiębiorstwa. W rozdziale tym przebadano przedsiębiorstwa z czterech województw (dolnośląskiego, lubuskiego, opolskiego i wielkopolskiego). Przedstawiono wyniki badań empirycznych uzyskane na podstawie 82 ankiet oraz 1734 sprawozdań finansowych 191 przedsiębiorstw za lata 1991-2003. Uzyskany materiał badawczy posłużył do zidentyfikowania strategii zarządzania majątkiem obrotowym oraz oceny efektów zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Zasadniczym celem tego rozdziału było zweryfikowanie, na ile potencjał tkwiący w zarządzaniu majątkiem obrotowym w zakresie kreacji wartości jest wykorzystywany przez przedsiębiorstwa oraz jaka część przedsiębiorstw zwiększa swoją wartość.

Czwarty rozdział ma charakter postulatyczny. Zaproponowano w nim modyfikacje narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Propozycje te dotyczą metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym ze względu na koszt kapitału, doprecyzowania istniejących metod i narzędzi wykorzystywanych w zarządzaniu majątkiem obrotowym na potrzeby koncepcji zarządzania wartością oraz zawierają sugestie co do nowych rozwiązań w tym zakresie.

W zakończeniu dokonano syntezy wniosków wynikających z rozważań teoretycznych i badań empirycznych.

Autor ma nadzieję, że wyniki badań skłonią do refleksji nad zarządzaniem przedsiębiorstwem oraz przyczynią się do identyfikacji luk, w zakresie kreowania wartości przedsiębiorstwa.