



Artur Paździor

Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa

MONOGRAFIE

Lublin 2015

Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa

Monografie – Politechnika Lubelska



Politechnika Lubelska
Wydział Zarządzania
ul. Nadbystrzycka 38
20-618 Lublin

Artur Paździor

Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa



Politechnika Lubelska
Lublin 2015

Recenzent:

dr hab. Magdalena Rzemieniak, prof. Politechniki Lubelskiej

Publikacja wydana za zgodą Rektora Politechniki Lubelskiej

© Copyright by Politechnika Lubelska 2015

ISBN: 978-83-7947-175-1

Wydawca: Politechnika Lubelska

ul. Nadbystrzycka 38D, 20-618 Lublin

Realizacja: Biblioteka Politechniki Lubelskiej

Ośrodek ds. Wydawnictw i Biblioteki Cyfrowej

ul. Nadbystrzycka 36A, 20-618 Lublin

tel. (81) 538-46-59, email: wydawca@pollub.pl

www.biblioteka.pollub.pl

Druk: TOP Agencja Reklamowa Agnieszka Łuczak

www.agencjatop.pl

Elektroniczna wersja książki dostępna w Bibliotece Cyfrowej PL www.bc.pollub.pl

Nakład: 100 egz.

Spis treści

Wstęp	7
1. Istota wartości przedsiębiorstwa	9
1.1. Wartość jako cel nadrzędny funkcjonowania przedsiębiorstwa.....	9
1.2. Kategorie wartości	13
1.3. Finansowe czynniki wartości przedsiębiorstwa.....	23
1.4. Pozafinansowe czynniki wartości przedsiębiorstwa	27
2. Analiza fundamentalna jako źródło informacji na temat wartości przedsiębiorstwa	33
2.1. Istota i elementy składowe analizy fundamentalnej	33
2.2. Analiza makrootoczenia.....	34
2.3. Analiza sektorowa	36
2.4. Analiza sytuacyjna przedsiębiorstwa	40
2.5. Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa	41
2.5.1. Sprawozdanie finansowe jako źródło informacji o kondycji przedsiębiorstwa	41
2.5.2. Ocena ryzyka finansowego przedsiębiorstwa	45
2.5.3. Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa	49
2.5.4. Ocena gospodarowania kapitałem	51
2.5.5. Ocena rentowności.....	53
2.6. Wycena akcji	56
3. Wycena wartości przedsiębiorstwa	59
3.1. Metody majątkowe	59
3.2. Metody dochodowe	62
3.2.1. Przepływy pieniężne	63
3.2.2. Koszt kapitału	64
3.3. Metody mieszane	68
3.3.1. Metody wartości średniej	68
3.3.2. Metody wyceny z zyskiem dodatkowym	69
3.4. Metody porównawcze	71
3.5. Mierniki kreacji wartości przedsiębiorstwa	72
3.5.1. Ekonomiczna wartość dodana	72
3.5.2. Rynkowa wartość dodana	74
3.5.3. Wartość dodana dla akcjonariuszy.....	75
3.5.4. Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji.....	76
3.5.5. Całkowity zwrot dla akcjonariuszy.....	77

4. Wycena wartości kapitału intelektualnego	79
4.1. Klasyfikacja metod wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa...	79
4.2. Metody syntetyczne.....	81
4.3. Metody analityczne	88
4.4. Wycena marki	96
5. Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa.....	101
5.1. System zarządzania wartością przedsiębiorstwa – VBM.....	101
5.2. Metody zwiększania wartości przedsiębiorstwa	103
5.2.1. Restrukturyzacja	103
5.2.2. Fuzje i przejęcia.....	105
5.3. Polityka dywidend a wartość przedsiębiorstwa.....	111
5.4. Zarządzanie wartością w warunkach zrównoważonego rozwoju	116
Literatura.....	119

Wstęp

Współczesne przedsiębiorstwo jest integralną częścią systemu wzajemnych powiązań różnorodnych uczestników na wielopłaszczyznowym rynku. Jego funkcjonowanie opiera się na budowie i utrzymywaniu wielowymiarowych relacji z interesariuszami wewnętrznymi i zewnętrznymi. Zarządzanie takim podmiotem oznacza zatem kształtowanie odpowiedniej interakcji między oczekiwaniami poszczególnych grup zaangażowanych w działalność biznesową. Takie podejście w połączeniu z odejściem od tradycyjnych form i technik zarządzania, w tym zarządzania finansami, upoważnia do stwierdzenia, że istnieje silna potrzeba redefinicji celów funkcjonowania przedsiębiorstwa XXI wieku.

W obecnie przyjmowanej nomenklaturze nierzadko zakłada się, że celem nadrzędnym funkcjonowania współczesnego przedsiębiorstwa powinna być maksymalizacja korzyści dla możliwie wszystkich grup interesariuszy. Tak sformułowany cel wydaje się trudny, a niekiedy wręcz niemożliwy w realizacji. W bardziej pragmatycznym spojrzeniu, za główny cel przedsiębiorstwa można by uznać dążenie do maksymalizacji i kreacji wartości przedsiębiorstwa, rozumianej jako korzyści dla właścicieli, przy równoczesnym przestrzeganiu podstawowych zasad etyki biznesu. Takie połączenie celów finansowych z celami społecznymi daje szansę na uczciwą redystrybucję korzyści wynikających z eksploatacji zasobów organizacji oraz będących wynikiem odpowiednio ukształtowanych interakcji podmiotu gospodarczego z otoczeniem.

Niniejsza książka traktuje o istocie wartości przedsiębiorstwa i metodach jego wyceny. Omówiono powszechnie stosowane metody wyceny wartości, zarówno całego przedsiębiorstwa, jak i jego elementów składowych. Odrębne miejsce poświęcono na istotę i techniki wyceny kapitału intelektualnego współczesnej organizacji. Tak określonym zagadnieniom podporządkowano strukturę pracy, która obejmuje wstęp, pięć rozdziałów merytorycznych oraz zakończenie, będące podsumowaniem rozważań prowadzonych w poszczególnych częściach publikacji.

W rozdziale pierwszym zaprezentowano podstawowe cele funkcjonowania organizacji gospodarczych. W dalszej kolejności przedstawiono istotę i kategorie wartości. Opisano także finansowe i pozafinansowe czynniki wartości przedsiębiorstwa.

W rozdziale drugim uwagę skoncentrowano na analizie fundamentalnej jako źródle informacji na temat wartości przedsiębiorstwa. Omówiono jej istotę i elementy składowe, których właściwe wykorzystanie daje szansę na poznanie tzw. wartości wewnętrznej organizacji.

Rozdział trzeci poświęcono problematyce wyceny wartości przedsiębiorstwa. Opisano istotę, cel i zakres wyceny. Zaprezentowano znane i wykorzystywane w praktyce metody wyceny. Przybliżono także najbardziej popularne mierniki kreacji wartości przedsiębiorstwa.

Rozdział czwarty poświęcono wycenie wartości kapitału intelektualnego. Scharakteryzowano jego istotę i elementy składowe. Podkreślono także jego wpływ na wartość współczesnej organizacji. Zaprezentowano znane metody syntetyczne i analityczne wyceny wartości kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa.

Rozdział piąty dotyczy dylematów związanych z zarządzaniem wartością współczesnego przedsiębiorstwa. Przybliżono system zarządzania wartością VBM. Podjęto również próbę przeprowadzenia spójnej analizy procesu zwiększania wartości przedsiębiorstwa funkcjonującego w warunkach zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu.

Książka adresowana jest do studentów studiów kierunków ekonomicznych, słuchaczy studiów podyplomowych, a także przedsiębiorców i menedżerów, dla których rozwój jest priorytetem w hierarchii celów funkcjonowania przedsiębiorstwa.

1. Istota wartości przedsiębiorstwa

1.1. Wartość jako cel nadrzędny funkcjonowania przedsiębiorstwa

Współczesne przedsiębiorstwo nie jest samotnym statkiem na oceanie rynkowym. Funkcjonuje ono jako swego rodzaju system naczyń połączonych realizując partykularne cele poszczególnych interesariuszy, których oczekiwania na pierwszy rzut oka mogą wydawać się rozbieżne. Praktyka biznesowa pokazuje jednak, że ten dysonans musi być dostrzegalny w każdych okolicznościach. Przecież oczekiwania zarówno właścicieli, jak i wierzycieli mogą być podobne. Oczekują oni wysokiej efektywności, pozwalającej na bezproblemowe regulowanie płatności kredytowych oraz dywidendowych. Te oczekiwania bezpośrednio wpływają na cele realizowane przez podmioty gospodarcze. Trzeba jednak zauważyć, że właściciele i wierzyciele nie są jedynymi podmiotami (interesariuszami) wyrażającymi określone oczekiwania względem przedsiębiorstw. Należą do nich również klienci, pracownicy, społeczności lokalne, administracja (np. organy skarbowe), itp¹. W tej sytuacji powstaje dylemat, czy można jednoznacznie określić cel przedsiębiorstwa. Słusznym wydaje się pytanie T. Gruszeckiego „...dlaczego mamy przyjąć tylko jeden cel przedsiębiorstwa, skoro jest wiele podmiotów działających i wiele interesów?”². Interesy te nie zawsze są zgodne, często wzajemnie się wykluczają. Na przykład: oczekiwanie wysokich wynagrodzeń (pracownicy) prowadzi do wzrostu kosztów i zmniejszenia zysku, co z kolei nie tylko powoduje spadek korzyści dla właścicieli, lecz również spadek wpływów do budżetu z tytułu podatku dochodowego. Ta wielość oczekiwań prowadzi niejednokrotnie do stawiania przed przedsiębiorstwami wielu celów lub tzw. wiązki celów. Do najczęściej wymienianych w literaturze celów należą: osiągnięcie zadowalającego poziomu zysku, maksymalizacja sprzedaży, przetrwanie przedsiębiorstwa, osiągnięcie zakładanego udziału w rynku, maksymalizacja wynagrodzenia zarządu, maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, itp.³

1 Por: Misiński W., *Grupy interesów a cele działalności gospodarczej przedsiębiorstwa*, w: Lichtarski J., *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 73–81.

2 Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, wyd. PWN, Warszawa 2002, s. 161.

3 Por: Jog V., Suszyński C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*. Wyd. Centrum Informacji Menedżera. Warszawa 1993, s. 1-4, Kamela-Sowińska A., *Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych*. Wyd. SKwP. Warszawa 1994, s. 11, Szczepny W. (red), *Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem*, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 80.

Zysk spełnia w przedsiębiorstwie trzy podstawowe funkcje:⁴

1. Jest ostatecznym testem wydajności ekonomicznej biznesu. Mierzy jego efektywność i solidność.
2. Jest wynagrodzeniem za ponoszone ryzyko gospodarcze. To tylko dzięki możliwości osiągnięcia odpowiednio wysokich korzyści ekonomicznych właściciele kapitału są skłonni zaryzykować jego utratę. Brak zysku lub nieodpowiedni jego poziom zniechęca inwestorów do kapitałowego zaangażowania w danym przedsiębiorstwie.
3. „Przyciąga” kapitał konieczny do wdrożenia innowacji i przyszłego rozwoju przedsiębiorstwa. Wszystkie przedsiębiorstwa niezależnie od tego jaką prowadzą działalność (czym się zajmują) muszą ubiegać się o rzadki zasób jakim jest kapitał. Jeżeli dotychczasowe gospodarowanie już posiadaniem kapitałem było złe (niska stopa zwrotu) wówczas zdolność takiego przedsiębiorstwa do pozyskania nowych kapitałów jest bardzo mała. Nie mogą one często zrealizować nawet bardzo dobrych pomysłów (innowacji). Utraciły bowiem wiarygodność w oczach potencjalnych inwestorów.

Zysk nie jest jednak kategorią jednoznaczną. Inaczej zysk rozumieją księgowi, inaczej zaś inwestorzy. Ci pierwsi liczą zysk w okresie sprawozdawczym, którym na ogół jest jeden rok (12 miesięcy). Jest to w życiu przedsiębiorstwa dość krótki okres, który na ogół nie stanowi odrębnego doświadczenia ekonomicznego⁵. Zazwyczaj jest to okres niewystarczający w wielu przypadkach na zrealizowanie inwestycji, nie mówiąc już o korzyściach związanych z tą inwestycją, które będą przejawiać się przez cały okres jej eksploatacji. W wielu przypadkach w pierwszych okresach eksploatacji inwestycji zysk księgowy jest niewielki lub nawet pojawia się strata. Dopiero po pełnym opanowaniu zdolności produkcyjnej występują wysokie zyski. Ponadto, zysk księgowy można w miarę łatwo zwiększyć w krótkich przedziałach czasowych kosztem okresów dalszych (np., odkładając konieczne prace remontowe). Można jego wielkością odpowiednio sterować poprzez system rezerw księgowych (np. utworzenie rezerw na przyszłe wydatki lub wątpliwe należności spowoduje spadek zysku księgowego, zaś rezygnacja z tych rezerw oznaczać będzie wzrost zysku księgowego).

W tych okolicznościach zysk księgowy nie może stanowić podstawowego kryterium oceny efektywności pracy, ani też nie może być miernikiem realizacji celu przedsiębiorstwa w gospodarce rynkowej. Dotyczy to w równej mierze krótkiego jak i długiego okresu. Maksymalizacja zysku jako celu przedsiębiorstwa nie określa bowiem „jaka relacja między bieżącymi a przyszłymi zyskami jest najkorzystniejsza.”⁶ Właściciele przedsiębiorstwa oczekują bowiem wynagrodzenia za kapitał

4 Tamże, s. 93

5 Por: Hendriksen E.A., van Breda M.F., *Teoria rachunkowości*, wyd. PWN, Warszawa 2002, s. 338.

6 Ross S.A., Westerfield R.W., B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*. Dom Wydawniczy ABC. Warszawa 1999, s. 25.

wniesiony do przedsiębiorstwa adekwatnego do ponoszonego ryzyka. Nie każdy poziom zysku księgowego spełnia te oczekiwania. Wygospodarowany przez przedsiębiorstwo zysk po opodatkowaniu nie powinien być niższy od poziomu zapewniającego akcjonariuszom (udziałowcom) oczekiwaną stopę zwrotu. Właściciele osiągający korzyści niższe od poziomu wynikającego z oczekiwanej stopy zwrotu ponoszą stratę ekonomiczną. Nie otrzymują bowiem dostatecznego wynagrodzenia za ponoszone ryzyko ekonomiczne. Strata ekonomiczna może mieć miejsce przy dodatnim wyniku księgowym. Jest różnicą między zyskiem oczekiwanym a osiągniętym rzeczywiście wynikiem księgowym w sytuacji kiedy ten ostatni jest wartością niższą. Jeżeli natomiast rzeczywisty poziom zysku księgowego jest wyższy od poziomu oczekiwanego wówczas powstaje zysk ekonomiczny, nazywany często w literaturze niemieckiej nadzyskiem. Zysk ekonomiczny jest źródłem wzrostu wartości przedsiębiorstwa i bogactwa jego właścicieli.

Dlatego też długookresowym celem przedsiębiorstwa nie jest zysk księgowy lecz wartość przedsiębiorstwa. Wbrew pozorom wzrost wartości jest korzystny dla wszystkich grup związanych z przedsiębiorstwem⁷. Nie można bowiem zwiększać wartości kosztem interesów pracowników, klientów czy dostawców. Jeżeli pracownicy będą mało zarabiali lub będą źle traktowani odejdą i poszukają bardziej satysfakcjonującej pracy. Przedsiębiorstwo będzie musiało zatrudnić nowych pracowników, ponieść dodatkowe koszty naboru i szkolenia, co wpłynie na wzrost kosztów funkcjonowania firmy i spadek jej wartości. Im częstsza byłaby wymiana pracowników tym trudniej byłoby uzyskać przyrost wartości. Nie można lekceważyć również klientów, którzy w gospodarce rynkowej mają duże możliwości wyboru produktów, towarów i usług. Spółka, która chciałaby podwyższać nadmiernie ceny lub obniżać jakość, czy gorzej obsługiwać klientów łatwo może ich stracić na rzecz konkurencji. Spadnie wówczas sprzedaż a o wzroście wartości będzie można tylko pomarzyć. Podobna sytuacja występuje w przypadku dostawców. Nieterminowe wywiązywanie się ze zobowiązań wobec dostawców może być przyczyną ich utraty. Przedsiębiorstwo straci swoją wiarygodność, będzie musiało nabywać niezbędne materiały za gotówkę, często po wyższych cenach. Nie ma zatem obiektywnych możliwości trwałego bogacenia właścicieli kosztem pracowników lub innych grup z otoczenia przedsiębiorstwa⁸.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa tworzy również wartość dodaną dla społeczeństwa.⁹ Działalność gospodarcza jest bowiem najważniejszym źródłem za-

7 Zwraca na to uwagę wielu autorów. Por. m.in. Woźniak-Sobczak B. (red), *Łańcuch tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa*, wyd. A.E. W Katowicach, Katowice 2007, s.17, Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, wyd. WSliZ w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 15.

8 Por. Ehrbar A., *Strategia tworzenia...*, *op. cit.*, s.13.

9 Por. Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*. Wyd. Dom Wydawniczy ABC. Warszawa 2000, s. 25.

możności społeczeństwa. Dobrze prosperujące i rozwijające się przedsiębiorstwa tworzą nowe miejsca pracy, generują nowe zamówienia na materiały, energię, co jest motorem rozwoju innych przedsiębiorstw. Wzrost wartości przedsiębiorstwa związany z jego rozwojem umożliwia pogodzenie sprzecznych interesów grupowych. Wzrost sprzedaży zachęca do unowocześniania produkcji i technologii, dzięki czemu rośnie wydajność pracy co stwarza podstawę do wzrostu płac. Tylko zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa umożliwia podejmowanie lepszych decyzji i dochodzenie do korzystniejszych kompromisów niezależnie od społecznych uwarunkowań w jakich funkcjonuje podmiot gospodarczy¹⁰. Wartość jest rezultatem realizacji przez różne ogniwa przedsiębiorstw określonych celów cząstkowych, poczynając od wartości użytkowej produktów i usług a kończąc na wartości dla współwłaścicieli¹¹. Wreszcie należy zauważyć, że efektywność inwestycji w akcje współczesnych przedsiębiorstw jest istotnym czynnikiem zmian strukturalnych w gospodarce¹². Słusznie więc podkreśla H.R. Varian, że „maksymalizacja rynkowej wartości kapitału przedstawia (...) dobrze zdefiniowaną funkcję celu firmy w prawie każdym otoczeniu ekonomicznym”¹³.

Za wartością jako długookresowym celem przedsiębiorstwa przemawiają następujące okoliczności:

1. Wartość jest najbardziej wszechstronnym (syntetycznym) miernikiem efektywności, gdyż znajdują w niej odzwierciedlenie wszystkie aspekty prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności, czego nie można powiedzieć o zysku. Wzrost zysku nie musi oznaczać wzrostu intensywności gospodarowania. Może być osiągnięty w wyniku wykorzystania czynników ekstensywnych, przy równoczesnym spadku oddziaływania czynników intensywnych (np. wzrost sprzedaży i związany z nim wzrost produkcji można osiągnąć poprzez wzrost zatrudnienia przy jednoczesnym spadku wydajności pracy).
2. Wartość przedsiębiorstwa oparta jest na rachunku strumieni pieniężnych a nie na księgowym rachunku zysków i strat, w związku z czym nie mają na nią wpływu pozycje nie związane z ruchem gotówki.
3. Poważnych inwestorów często nie interesują bieżące dywidendy zależne od osiągniętego zysku netto, lecz pomnażanie kapitału w długich okresach. Wartość jest kategorią długookresową opartą na przyszłych strumieniach pieniężnych, w których znajdują odzwierciedlenie skutki finansowe decyzji podejmowanych w różnych okresach działalności przedsiębiorstwa.

10 Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*. Wyd. WIG-Press. Warszawa 1997, s. 22

11 Por: Suszyński C., *Przedsiębiorstwo jako przedmiot...*, *op. cit.*, s. 33.

12 Por: Herman A., *Przedsiębiorstwo w kapitalizmie giełdowym*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” nr 2, 2007, s. 33.

13 Varian H.R., *Mikroekonomia*, wyd. PWN, Warszawa 2002, s. 352.

Wartość jako cel przedsiębiorstwa koncentruje uwagę zarządów na dwóch ważnych aspektach działalności gospodarczej, a mianowicie: konieczności zwrotu poniesionych nakładów, który jest warunkiem ciągłości pracy przedsiębiorstwa i ryzyku gospodarczym, którego uniknąć nie można, lecz które należy minimalizować. Wysoka stopa zwrotu poniesionych nakładów umożliwia kontynuowanie działalności gospodarczej i ułatwia pozyskanie nowych kapitałów niezbędnych do rozwoju przedsiębiorstwa, równocześnie określa poziom ryzyka gospodarczego, jaki są skłonni zaakceptować inwestorzy. Dlatego wypada się zgodzić z M. Marcinkowską, która uważa, że wartość przedsiębiorstwa jest celem konkretnym, pragmatycznym, zorientowanym na przyszłość, motywującym zarząd do ciągłego doskonalenia strategii rozwoju¹⁴.

Nowe wyzwania związane z przeorientowaniem celów współczesnego przedsiębiorstwa zwiększają zapotrzebowanie na szybką i wiarygodną informację zarządczą. Podstawowym źródłem tej informacji jest analiza finansowa. Pozwala ona nie tylko ocenić efektywność podjętych i zrealizowanych wcześniej decyzji, lecz stanowi podstawę do oceny opłacalności projektowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Analiza finansowa bazuje na danych historycznych obrazujących funkcjonowanie przedsiębiorstwa w okresach ubiegłych, jednakże wnioski wynikające z tej analizy wykorzystuje się w procesie planowania przyszłej działalności. Analiza przeszłości pozwala na wykrycie podstawowych zależności i trendów rozwojowych analizowanych zjawisk ekonomicznych. Doświadczenia z przeszłości pozwalają uniknąć w przyszłości wielu z popełnionych wcześniej błędów.

1.2. Kategorie wartości

Wartość nie jest kategorią jednoznaczną. Jest ona jest jedną z elementarnych kategorii filozoficznych. Wielowariantową analizę wartości można znaleźć m.in. w etyce, antropologii, teologii, psychologii, socjologii itd.

W potocznym znaczeniu jest to „cecha jakiejś rzeczy dająca się wyrazić równoznacznikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym”¹⁵ Wartość w ogólnym znaczeniu można również zdefiniować jako cechę nie tylko rzeczy, ale również zjawiska, osoby itd., która wyraża potencjalną cenę jaką należy zapłacić za określone dobro, usługę czy cokolwiek innego. Jedną z ciekawszych definicji wartości sformułował R.C. Miles, według którego „wartość to taka cecha rzeczy, stosownie do której rzecz jest postrzegana jako bardziej lub mniej pożądana, użyteczna, szanowana lub ważna”¹⁶

14 Por: Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, wyd. PWN, Warszawa 2000, s. 21.

15 *Słownik języka polskiego*, T. III. PWN, Warszawa 1981, s. 660.

16 Miles R.C., *Basic Business Appraisal*, John Wiley & Sons, New York 1984, s. 15.

W.F. Lloyd, twórca teorii użyteczności rozumiał wartość jako „stan umysłu, który występuje zawsze na granicy podziału między zaspokojonymi potrzebami”¹⁷. W.S. Jevons twierdził nawet, iż „wartość zależy całkowicie od użyteczności”¹⁸. Użyteczność w czasach wiktoriańskich rozumiana była jako pewien stan zadowolenia albo „stanu szczęśliwości danego człowieka”¹⁹. Jevons uważał, że „panujące powszechnie opinie stawiają pracę zamiast użyteczności jako źródło pochodzenia wartości, (...). Praca jest często odkrywana do wyznaczania wartości, lecz tylko w sposób pośredni przez urozmaicenie stopnia użyteczności towarów poprzez zwiększanie ich podaży”²⁰.

Spółki i prowadzone przez nie przedsiębiorstwa mogą być i są przedmiotem kupna-sprzedazy, dzierżawy, zastawu, podziału lub łączenia (fuzji). Zatem podobnie jak w przypadku pozostałych dóbr, również przedsiębiorstwo musi mieć jakąś cenę, po której można dokonywać transakcji; cenę, która wyznacza wartość nabywanego lub sprzedawanego dobra (przedsiębiorstwa). Cena w znaczeniu ogólnym to cokolwiek, z czego trzeba zrezygnować w zamian za nabycie produktu lub usługi. Jest ona sumą pieniędzy oraz działań i oczekiwań nabywcy wiążących się z nabyciem produktu lub usługi, które wywierają wpływ na dokonanie bądź zrezygnowanie z zakupu²¹.

Przedsiębiorstwo (spółka) jest specyficznym towarem. Jest ono definiowane w różny sposób. Często podkreśla się, że jest ono „jednością (jednostką) techniczną, społeczną i gospodarczą, mającą za zadanie zaspakajać potrzeby innych przy samodzielności decyzyjnej i własnym ryzyku”²².

W dobie globalizacji oraz dynamicznych zmian technologicznych i organizacyjnych klasyczne definicje przedsiębiorstw tracą na znaczeniu. Brakuje w nich jednak kilku zasadniczych cech, których występowanie wielu teoretyków nauk o zarządzaniu uznaje za warunek niezbędny do efektywnego funkcjonowania podmiotu gospodarczego. P. F. Drucker często podkreślał, że przedsiębiorstwo to jego klienci. Bez klientów żaden podmiot gospodarczy nie może funkcjonować, zaś przedsiębiorstwa, które nie potrafią sprostać oczekiwaniom klientów upadają, bądź zostają przejęte przez inne podmioty. Oprócz klientów, sukces współczesnego przedsiębiorstwa zależy od wielu innych zasobów, które nie są ujawniane w sprawozdawczości finansowej, których uchwycenie i oszacowanie, jest niezwykle skomplikowane²³. Jest to tym trudniejsze, że każde przedsiębiorstwo jest inne, w zależności od wielkości, rodzaju prowadzonej działalności, kultury i struktury

17 Por. Lloyd W.F., *A lecture on the Notion of Value*, London 1834, s. 9.

18 Jevons W.S., *The Theory of Political Economy*, London 1871, s. 2.

19 Varian H.R., *Mikroekonomia*, PWN, Warszawa 1999, s. 84.

20 Jevons W.S., *The Theory...* op. cit., s. 2.

21 www.portalwiedzy.onet.pl.

22 Bea F.K., Dichtl E., Schweitzer M., *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, tom 1*, Gustav Fischer Verlag, Stuttgart 1988, s. 15.

23 Strużycki M. (red.), *Zarządzanie przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2002, s. 333.

organizacyjnej itd. Przedsiębiorstwo to nie tylko to, co można zobaczyć, zmierzyć, czy zważyć, ale również pewien system zachowań, kultura organizacyjna, kwalifikacje personelu, tożsamość oraz zdolność do generowania zysków i dodatknych strumieni pieniężnych.

Wraz z rozwojem gospodarczym zmieniają się również przedsiębiorstwa. Współczesne organizacje gospodarcze stają się coraz bardziej zbiorem połączonych w sieć zespołów dostawców i odbiorców na zasadzie trwałych relacji międzyludzkich. Rośnie w nich rola poziomej koordynacji procesów realizowanych przez luźno powiązane ze sobą ogniwa. Jak zauważa F. Krawiec, „działalność gospodarcza „przedsiębiorstwa relacji” oparta jest o potężną sieć relacji wzajemnych powiązań pomiędzy uwolnionymi z wewnętrznych uwarunkowań i ograniczeń różnorodnymi poziomami i strukturami funkcjonalnymi”²⁴. Nowa rzeczywistość w jakiej funkcjonują przedsiębiorstwa wymaga od ich zarządów daleko idących zmian w zasadach ich funkcjonowania. Zdolność do współdziałania z innymi w takim samym stopniu wpływa na konkurencyjność współczesnych przedsiębiorstw, jak i zdolność do praktycznego wykorzystania nowoczesnych rozwiązań technicznych i produktowych. Zmiana zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowań prowadzenia działalności gospodarczej nie zmienia w zasadniczym stopniu istoty biznesu, prowadzi jednak do tworzenia się nowego modelu biznesu wpływa na sposób formułowania jego celów. Jak pisze C. Suszyński, „rozwój i upowszechnianie się organizacji sieciowych to (...) postawienie w centralnym punkcie zainteresowania kategorii wartości (...)”²⁵.

We współczesnych przedsiębiorstwach (spółkach) głównym źródłem ich wartości jest wiedza. Zdaniem wielu ekonomistów, coraz częściej zauważa się, iż o sukcesie organizacji przesądza nie tylko wartość księgową posiadanych składników majątkowych, ale przede wszystkim takie czynniki, których nie ujmuje się w sprawozdaniach finansowych. Chodzi przede wszystkim o kapitał intelektualny, na który składa się²⁶:

- kapitał ludzki – możliwości ludzi zatrudnionych w przedsiębiorstwie, które są tworzone przez doświadczenie, know-how, umiejętności i kreatywność,
- aktywa intelektualne – projekty, wynalazki, programy, procesy i dane,
- własność intelektualna – prawa autorskie, patenty, tajemnice i znaki handlowe.

Przedsiębiorstwo można określić również jako szczególną formę inwestycji²⁷. Inwestycja jest bieżącym wyrzeczeniem się czegoś pewnego dla przyszłych, niepewnych

24 Krawiec F., *Transformacja firmy w nowej gospodarce. Koncepcje, strategie, struktury i technologie w zarządzaniu*, wyd. Difin, Warszawa 2007, s. 127-128.

25 Suszyński C., *Przedsiębiorstwo a współczesne systemy i struktury społeczno-gospodarcze*, w: Suszyński C. (red.), *Przedsiębiorstwo...op. cit.* s. 84.

26 Mikuła B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku*, Difin 2002, s. 43.

27 Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1997, s. 18.

korzyści²⁸. Przedsiębiorstwa zakłada się zazwyczaj w celach komercyjnych, oczekując określonych korzyści majątkowych z tytułu zainwestowanego kapitału. Podobnie jak w przypadku inwestycji kapitałowych, funkcjonowanie przedsiębiorstwa wiąże się z ryzykiem, którego wyeliminowanie jest rzeczą niemożliwą. Prawdopodobieństwo wystąpienia, trudnego do przewidzenia scenariusza zdarzeń gospodarczych oraz niekorzystnych zmian w polityce makroekonomicznej, można jedynie minimalizować wykorzystując do tego celu różne narzędzia finansowe, marketingowe itp.

Osoba pragnąca dokonać zakupu przedsiębiorstwa nie koncentruje swojej uwagi tylko i wyłącznie na tych aspektach, dzięki którym podmiot funkcjonował dotychczas. Nabywcę interesuje przede wszystkim to, czy jednostka, którą zamierza nabyć będzie przynosiła realne korzyści w przyszłości. Dlatego zwraca uwagę głównie na potencjał rozwojowy oraz przewagę konkurencyjną (aktualną lub potencjalną)²⁹.

Wartość przedsiębiorstwa (spółki), jak zauważa D. Zarzecki, nie jest kategorią obiektywną i jednoznaczną³⁰. W zależności od sytuacji jest ona różnie postrzegana. W literaturze przedmiotu wyszczególnia się kilkadziesiąt kategorii wartości przedsiębiorstwa. Do najczęściej wymienianych należą:

1. Wartość ekonomiczna.
2. Wartość właściciela.
3. Wartość księgowa.
4. Wartość odtworzeniowa.
5. Wartość sprawiedliwa.
6. Wartość inwestycji.
7. Wartość nieodłączna.
8. Wartość likwidacyjna.
9. Wartość goodwill.
10. Wartość biznesu w działaniu.
11. Wartość kapitalizacji rynkowej.
12. Wartość dla biznesu.
13. Wartość zabezpieczenia.
14. Wartość rynkowa.³¹
15. Ekonomiczna wartość dodana (*EVA – Economic Value Added*).
16. Rynkowa wartość dodana (*MVA – Market Value Added*).
17. Wartość dodana dla akcjonariuszy (*SHVA – Shareholder Value Added*).

28 Hirschleifer J., *Investment decision under uncertainty – choice theoretic approaches*, “The Quarterly Journal of Economics” 1965, t. 74, s. 508.

29 Michna A., *Nośniki wartości firmy – budowa strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa*, „Przegląd organizacji” nr 2/2003, s. 36

30 Zarzecki D., *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady nowoczesne narzędzia*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 159

31 Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 25-37

Istota wartości ekonomicznej sprowadza się do prospektywnej oceny kondycji finansowej podmiotu. W metodach wyceny opartych na koncepcji wartości ekonomicznej, przewiduje się poziom wyników finansowych w przyszłych okresach, szacuje się przepływy pieniężne oraz określa inne parametry, w oparciu o które możliwe jest dokonanie wyceny jednostki. Istota wartości ekonomicznej sprowadza się do oczekiwań dotyczących przyszłości. Dlatego w tej koncepcji wartości nie uwzględnia się wydatków poniesionych w wyniku przeszłych decyzji.

Wartość właściciela jest w istocie subiektywnym kryterium. Wyznaczana jest przez indywidualne cechy danego człowieka lub grupy ludzi, dla których decydujące znaczenie przy określaniu wartości przedmiotu mają atrybuty, których nie uwzględniłyby inne grupy osób. Wartość właściciela nie wynika zatem wyłącznie z aspektów materialnych, ale przede wszystkim z takich uwarunkowań jak: lokalizacja, pora roku, klimat, wiek właściciela, płeć. Zupełnie odmiennie szacowana może być wartość przedsiębiorstwa, które zostało założone przez człowieka, pragnącego przekazać je swoim potomkom. Inaczej zaś prezentowałyby się wartość właściciela, jeżeli 100-procentowym udziałowcem (akcjonariuszem) byłby Skarb Państwa, czy jednostka samorządu terytorialnego. W przypadku wyceny prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych w krajach postkomunistycznych czynnik lokalizacji miał istotne znaczenie. Zakłady te były bardzo często nieracjonalnie rozmieszczone (np. Nowa Huta w Krakowie, czy Fabryka Samochodów Ciężarowych w Lublinie). Stąd przedsiębiorstwa zainteresowane ich nabyciem, przy negocjacji ceny zakupu, uwzględniały przede wszystkim koszty dostaw materiałów oraz popyt zgłaszany na tego typu wyroby w danej społeczności.

Jedną z najczęściej spotykanych kategorii wartości przedsiębiorstwa jest wartość księgową. Wartość ta, inaczej zwana wartością bilansową liczona jest jako suma aktywów pomniejszona o wartość zadłużenia. Zatem wartość księgową to inaczej kapitał własny przedsiębiorstwa, a więc odzwierciedla ona tylko tę część majątku przedsiębiorstwa, której zakup sfinansowany został ze środków własnych podmiotu. Przy tej kategorii wartości pomija się fakt, że właściciele mogą osiągać dodatkowe korzyści dzięki zagospodarowaniu obcych kapitałów.

Cechą charakterystyczną wartości księgowej jest fakt, iż jest ona oparta na wartościach historycznych. Tymczasem wartość przedsiębiorstwa zależy od korzyści, które będzie mógł osiągać w przyszłości jego właściciel. Wartość księgową nie uwzględnia przyszłych warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa. W zarządzaniu jednostką gospodarczą może być wykorzystywana jedynie w charakterze wskaźnika uzupełniającego analizę retrospektywną.

Inwestorzy giełdowi wydają się uwzględniać te wszystkie wady wartości księgowej. Częstym zjawiskiem, występującym na rynkach kapitałowych, jest znacząca różnica pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową przedsiębiorstwa. Akcje spółek są niekiedy kilku- albo nawet kilkunastokrotnie wyżej wyceniane, niż wynikałoby to z ich wartości księgowej. Dlatego nierzadko obserwuje się bardzo

duże rozbieżności pomiędzy wartościami wskaźników: cena/zysk (P/E) oraz cena/wartość księgową (P/BV).

Wartość odtworzeniowa przedsiębiorstwa odzwierciedla nakłady, jakie należałoby ponieść na odtworzenie jego składników majątkowych. Jest to zatem zasób finansowy, jaki należałoby wydać, aby zastąpić istniejące aktywa podobnymi (o tym samym stopniu zużycia i o tym samym potencjale gospodarczym) elementami majątku przedsiębiorstwa. Szacowanie wartości odtworzeniowej może nastroczać kilka problemów. Jednym z bardziej istotnych, może być brak możliwości precyzyjnego określenia bieżącego kosztu reprodukcji dla poszczególnych składników majątku. Fundamentalne jednak znaczenie w przypadku tej kategorii wartości ma właściwe udzielenie odpowiedzi na pytanie: „czy środek trwały, będący przedmiotem wyceny, mógłby być lub w rzeczywistości byłby odtworzony w takiej postaci, jak był skonstruowany w wersji oryginalnej?”³²

Wycenę z wykorzystaniem wartości odtworzeniowej sporządzać można w dwóch wariantach³³:

- a) oszacowania kosztów budowy nowego potencjału gospodarczego (tworzenia nowego przedsiębiorstwa) jako alternatywy wobec zakupu przedsiębiorstwa oferowanego do sprzedaży,
- b) symulacji kosztów odtworzenia składników majątku, znajdujących się w dyspozycji wycenianego przedsiębiorstwa.

Żaden z tych wariantów nie jest pozbawiony wad. Dlatego, pomimo pozornej prostoty, oszacowanie wartości odtworzeniowej może nastroczyć wiele problemów.

Wartość sprawiedliwa najczęściej występuje jako koncepcja prawna w różnego rodzaju aktach oraz umowach. Ta kategoria wartości, wbrew nazwie ma niewiele wspólnego ze sprawiedliwością w sensie potocznym. Często transakcje kupna-sprzedaży dokonywane w oparciu o wartość sprawiedliwą nie odbywają się na wolnym rynku. Oznacza to, że wartość ta w niewielkim stopniu może być zależna od prawa popytu i podaży. Dokonana w takich warunkach wycena może nie być satysfakcjonująca dla jednej ze stron.

Aby móc oszacować wartość inwestycji niezbędna jest identyfikacja konkretnego uczestnika rynku. Ma on konkretne oczekiwania wobec zakupu. Koncentruje się na potencjalnych korzyściach, które może uzyskać dzięki planowanej transakcji. Wartość inwestycji jest zatem koncepcją ukierunkowaną na indywidualne wymagania konkretnych, a nie hipotetycznych nabywców przedsiębiorstw (spółek)³⁴.

W koncepcji wartości nieodłącznej (określającej realną wartość aktywów) znaleźć można wiele podobieństw zarówno do wartości rynkowej, jak i wartości inwestycji. Analogia z wartości inwestycji polega na subiektywnym podejściu wy-

32 Ibidem, s. 28.

33 Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001, s. 49.

34 Pratt S.P., Reilly R.F., Schweih R.P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 25-28.

ceniającego określony składnik majątku przedsiębiorstwa. Paralelizm z wartością rynkową pojawia się wówczas, gdy ten sam element aktywów zostanie podobnie oszacowany przez innych inwestorów³⁵. Zatem stwierdzić można, iż na rynku efektywnym^{36*} wartość nieodłączna jest równa wartości rynkowej.

Wartość likwidacyjna jest określana jako możliwa do uzyskania wartość składników majątkowych w przypadku przymusowej likwidacji³⁷. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa w oparciu o tę kategorię odnosi się zatem do sytuacji szczególnych, gdy cenę składnika majątku określa się najczęściej z pominięciem faktu, że stanowi on określony komponent większej całości zdolnej do generowania określonych korzyści właścicielowi. Występująca w takich sytuacjach presja czasu powoduje powstanie znacznych odchyleń pomiędzy ceną możliwą do uzyskania za podobny towar na rynku a ceną przy sprzedaży natychmiastowej³⁸.

Reasumując, metoda likwidacyjna charakteryzuje się znaczną dozą subiektywizmu. Dla sprzedającego wartość likwidacyjna stanowi cenę graniczną³⁹, natomiast dla kupującego ma ona znaczenie tylko wówczas, gdy jest wyższa od wartości dochodowej⁴⁰.

Z wartością przedsiębiorstwa związane jest pojęcie wartości firmy (goodwill). Jest ono definiowane jako „zdolność przedsiębiorstwa do generowania nadwyżki zysków ponad przeciętną w standardowych warunkach”⁴¹ w określonej branży⁴². Według A. Kameli-Sowińskiej ta kategoria wartości jest niezależna od kosztów jej wytworzenia⁴³. Przy szacowaniu wartości goodwill eksponuje się takie niematerialne składniki majątku przedsiębiorstwa jak: wynikające bądź nie wynikające z umowy relacje z konsumentami, potencjał zasobów ludzkich, ponadto patenty, znaki firmowe itp. Według P. White oraz S. Cole’a, doradców finansowych firmy Cole&Partners, skoncentrowanie się na uczciwej wartości rynkowej goodwill prowadzi do sedna istoty wartości przedsiębiorstwa. Wyrażają oni przekonanie, iż poprawne oszacowanie wartości goodwill uwiarygadnia wycenę, czego konsekwencją może być ochrona wartości dla akcjonariuszy⁴⁴.

35 Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw...*op. cit., 33.

36 * Rynek efektywny to taki, na którym wszystkie dostępne informacje są natychmiast odzwierciedlane w cenie aktywu.

37 www.money.pl.

38 Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw...*op. cit., s. 33.

39 Cena graniczna to najmniejsza kwota utargu ze sprzedaży przedsiębiorstwa, która zapewni sprzedającemu dochody dokładnie takie same, jakie mógłby on uzyskać ze swojej firmy (por. Moxter A., *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, GABLER Verlag, Wiesbaden 1976, s. 51).

40 Malinowska U., *Wycena...*op. cit., s. 48.

41 www.forum.money.pl.

42 Koziański J., *Wpływ wartości firmy na wartość udziałów spółki*, w: *Udziały w spółkach. Zarządzanie i rachunkowość*, Wrocław 1992, s. 71.

43 Kamela-Sowińska A., *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 48.

44 Write P., Cole S., *Accounting of goodwill* (www.camagazine.com).

W polskiej praktyce gospodarczej wartość firmy jest ustalana w przypadku fuzji i przejęć. Zgodnie z ustawą o rachunkowości stanowi ona różnicę między ceną zapłaconą za przedsiębiorstwo lub zorganizowaną część mienia a wartością rynkową nabytych składników majątkowych⁴⁵. Jest ona wykazywana w bilansach tych spółek, które nabyły (przejęły) inną lub inne spółki lub zorganizowaną część mienia innych podmiotów gospodarczych.

Wartość biznesu w działaniu bazuje na założeniu, iż określona działalność będzie kontynuowana w przyszłości. Związana jest ona ze zdolnością przedsiębiorstwa (o określonej reputacji, wyposażonego w środki trwałe i obrotowe oraz z kadrą pracowniczą) do nieprzerwanego procesu generowania zysków, którego nie jest w stanie zakłócić nawet zmiana właściciela podmiotu⁴⁶. Zatem funkcjonująca na rynku spółka traktowana jest nie tylko jako wartościowe zestawienie materialnych aktywów, lecz również zbiór wartości niematerialnych⁴⁷, takich jak: wartość goodwill, wydajność pracy, sposób zarządzania, czy kwalifikacje pracowników. Warto również podkreślić, iż wartość biznesu w działaniu może być ważnym czynnikiem zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa⁴⁸.

Wartość dla biznesu jest koncepcją tożsamą z wartością właściciela. Określa się ją na podstawie założenia nieposiadania składników majątkowych, które są obecnie użytkowane przez przedsiębiorstwo. Określa się poziom przepływów pieniężnych generowanych przez podmiot w przypadku pozbawienia podmiotu określonych aktywów⁴⁹. Wartość dla biznesu jest zatem mierzona poprzez określenie dwóch czynników⁵⁰:

- przewidywaną kwotę gotówki uzyskaną przez właścicieli w przyszłości,
- prawdopodobieństwo faktycznego generowania przez spółkę nadwyżek finansowych.

Szacowanie przyszłych wartości można następczo wiele problemów wynikających z niemożności przewidzenia przyszłych zdarzeń. Zdaniem J. Hirschleifera przyszłość pozostaje zawsze tajemnicą w przeciwieństwie do teraźniejszości, która jest dobrze znana⁵¹. Pomimo to, wartość dla biznesu wydaje się być w skutecznym narzędziem wyceny składników majątkowych przedsiębiorstwa. Dzięki tej koncepcji wartości zarządzający są w stanie określić wpływ określonego składnika aktywów na funkcjonowanie całej organizacji.

Wartość zabezpieczenia to wartość składnika majątkowego przedsiębiorstwa służąca jako zabezpieczenie zaciągniętego kapitału obcego. Ta kategoria wartości

45 Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U...ze zm).

46 www.irs.gov (Internal Revenue Service – Department of the Treasury).

47 Zarzecki d., *Metody wyceny przedsiębiorstw...*op. cit., s. 35.

48 www.insurance.cch.com

49 Zarzecki d., *Metody wyceny przedsiębiorstw...*op. cit., s. 36

50 www.hydebpv.com (HYDE Valuations, Inc.)

51 Hirschleifer j., *Investment decision...*op. cit., s. 508

pomaga kredytodawcy w ustaleniu maksymalnej kwoty kredytu jakiej można udzielić podmiotowi zainteresowanemu skorzystaniem z tej formy finansowania. Aby zabezpieczyć pożyczane środki, kredytodawca określa wartość zabezpieczenia, oszacowując wartość składników majątkowych kredytobiorcy, które mają służyć jako zastaw kredytowy. Zabezpieczenie to tworzy margines bezpieczeństwa, który ma na celu ograniczanie ryzyka związanego z użyczeniem kapitału obcemu podmiotowi. Wartość zabezpieczenia to koncepcja wykorzystywana również w przypadku przetargów. W tym przypadku wartość zabezpieczenia musi odpowiadać wartości wykonywanej usługi, przewożonego towaru, itp.

Wartość rynkowa ustalana jest w procesie kupna-sprzedaży. Można ją również określić jako kwotę, za którą dane dobro ma być zastąpione w wyniku realizacji transakcji pomiędzy kupującym i sprzedającym. Muszą być przy tym spełnione dwa warunki⁵²:

- a) istotne jest to, aby żadna ze stron nie znajdowała się pod wewnętrznym przymusem zakupu, bądź sprzedaży,
- b) zarówno kupujący, jak i sprzedający posiadają określoną wiedzę na temat przedmiotu transakcji.

American Institute of Real Estate Appraisers definiuje wartość rynkową jako najbardziej prawdopodobną cenę, osiągniętą w określonym czasie, wyrażoną w pieniądzu, określoną w odpowiednich warunkach oraz ujawnioną na konkurencyjnym rynku, w oparciu o którą kupujący i sprzedający dokonują transakcji w sposób rozważny, posiadając odpowiednią wiedzę, działając we własnym interesie i zakładając, że nie działają pod żadnym przymusem⁵³.

Przyjmuje się, że jeżeli do transakcji dochodzi na otwartym rynku konkurencyjnym, wówczas wartość rynkowa określana jest mianem sprawiedliwej wartości rynkowej. Zatem, aby móc określić tę kategorię wartości jako sprawiedliwą, do wymiany musi dojść na aktywnym rynku, składającym się z dużej liczby dobrze poinformowanych sprzedawców i nabywców. W praktyce termin ów oznacza cenę zakupu bądź sprzedaży określonego dobra na zorganizowanym (brak asymetrii informacyjnej) rynku. Według R.C. Miles'a sprawiedliwa wartość rynkowa to „wyrażona w pieniądzu lub odpowiednim ekwiwalencie cena, której kupujący mógłby w sposób uzasadniony oczekiwać, a sprzedający byłby gotów ją zaakceptować, o ile towar zostałby wystawiony na sprzedaż na otwartym rynku, i przy założeniu, że zarówno kupujący jak i sprzedający są w posiadaniu wszelkich związanych z transakcją informacji oraz że żaden z nich nie działa pod jakimkolwiek przymusem”⁵⁴.

Podstawowym problemem związanym z zastosowaniem tej kategorii wartości do wyceny dóbr i usług jest jej zmienność oraz fakt, że nie może być ona wyznaczona bez istnienia rzeczywistego obrotu danym dobrem. Często decydujące

52 www.beardmiller.com (Beard Miller Company LLP).

53 *Ibidem*.

54 Miles r.c., *Basic Business Appraisal...*op. cit., s. 19.

znacznie, dla stron biorących udział w transakcji, mają określone ich preferencje. Zachowania kontrahentów zależą często od panujących na danym rynku nastrojów, wahań koniunktury, sytuacji politycznej itd.

Innym problemem jest zjawisko asymetrii informacji. Zjawisko to polega na nierównomiernym dostępie do informacji różnych uczestników rynku. Część spośród nich może znajdować się w posiadaniu istotnych informacji mających wpływ na wycenę aktywów będących przedmiotem obrotu na rynku. Dla inwestorów, nie posiadających tego typu informacji pozostaje jedynie czekać na uzyskanie ich z pewnym opóźnieniem. Część inwestorów może nigdy nie uzyskać tych informacji.

Koncepcja sprawiedliwej wartości rynkowej związana jest z rynkiem doskonałym. Dlatego niezwykle trudno jest ją zrealizować w praktyce, co nie oznacza, że w gospodarce rynkowej sprawiedliwość jest rzadkim „dobrem”. W długim okresie wartość rynkowa często jest bliska wartości sprawiedliwej.

W przypadku spółek akcyjnych, których walory notowane są na giełdzie papierów wartościowych sprawiedliwą wartość rynkową utożsamia się z wartością kapitalizacji rynkowej⁵⁵. Wartość kapitalizacji rynkowej, zwana wartością rynkową, jest iloczynem liczby wyemitowanych akcji zwykłych oraz ich wartości rynkowej. Zatem jest ona łączną wartością tych akcji.

Rozbieżność pomiędzy wartością księgową, a wartością rynkową spółek jest przedmiotem zainteresowania wielu analityków i naukowców. Podkreślają oni, że duża zmienność jaką charakteryzuje się wartość rynkowa, może wynikać nie tylko z czystej kalkulacji ekonomicznej, ale może być rezultatem pewnych preferencji, mody, kaprysów, wahań koniunktury, czy zmian politycznych.

Inwestorzy wyceniając akcje spółki na poziomie wyraźnie odbiegającym od wskaźnika wartości księgowej na jedną akcję dostrzegają pewne zjawiska, których, w oparciu o obecnie stosowane zasady rachunkowości, nie da się wycenić. Mogą to być np. rozpoznawalna marka, rozbudowana sieć dystrybucji, kontakty handlowe, potencjał intelektualny pracowników.

Krytycy wartości rynkowej, jako miernika wartości spółki sugerują, iż często tylko niewielka część akcji spółki trafia do obrotu publicznego. Oprócz tego twierdzą, że rynek kapitałowy rządzi się swoimi prawami, w związku z czym ceny rynkowe akcji nie odzwierciedlają ich rzeczywistej wartości. Jednak pomimo tych mankamentów wynikających często z niedoskonałości mechanizmów rynkowych „zakłada się (hipoteza rynku efektywnego), iż pomnażanie wartości przedsiębiorstwa jest odzwierciedlone we wzroście rynkowej ceny jego akcji w dłuższym okresie czasu”⁵⁶.

55 Zarzecki d., *Metody wyceny przedsiębiorstw...*op. cit., s. 29-30.

56 Strużycki M. (red.), *Zarządzanie przedsiębiorstwem...*op. cit., s. 293.

Dlatego wartość rynkowa, choć uwzględnia również historyczne aspekty funkcjonowania spółek, to w gruncie rzeczy opiera się na przyszłych potencjalnych korzyściach. Jest ona zatem miernikiem uniwersalnym, łączącym w sobie cechy wartości bilansowej i wartości dla akcjonariuszy⁵⁷.

1.3. Finansowe czynniki wartości przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa zdeterminowana jest przez wiele czynników o charakterze finansowym i pozafinansowym. Jej poziom bezpośrednio zależy od generowanej gotówki, kwoty zainwestowanego kapitału oraz kosztu kapitału⁵⁸. A. Rappaport prowadząc badania nad finansowymi czynnikami wartości przedsiębiorstwa rozszerzył ich listę do siedmiu pozycji, do których zaliczył: wzrost sprzedaży, marża zysku operacyjnego, dodatkowe inwestycje w majątek trwały, dodatkowe inwestycje w majątek obrotowy, gotówkowa stopa podatkowa, koszt kapitału i okres wzrostu wartości⁵⁹.

Zdaniem S. Kasiewicza, wśród tych czynników dominują determinanty finansowe oraz marketingowe. Brakuje chociażby jednego elementu, który łączyłby się z nurtem zarządzania operacyjnego.⁶⁰ Spojrzenie na tę sferę działalności przedsiębiorstwa wydaje się być wyjątkowo istotne, biorąc pod uwagę fakt, iż z badań przeprowadzonych przez B. Prusaka wynika, że główną przyczyną upadłości przedsiębiorstw w regionie warmińsko-mazurskim były przyczyny wewnętrzne związane z działalnością operacyjną, do których zaliczyć można m.in. nieumiejętne zarządzanie przedsiębiorstwem przez zarząd/dyrektora, brak planów rozwoju przedsiębiorstwa, nieopłacalność produkcji.⁶¹ Podobne wnioski wynikają z analizy danych ogólnopolskich. Ankietowani syndyci i nadzorcy sądowi stwierdzili, że upadłość przedsiębiorstw w Polsce jest w 22% spowodowana czynnikami wewnętrznymi w sferze operacyjnej⁶².

Trzeba jednak podkreślić, że efektem finalnym sprawnie realizowanego procesu zarządzania operacyjnego ma być zwiększanie efektywności poprzez ograniczanie kosztów utrzymania zapasów, ograniczanie kosztów operacyjnych, utrzymywanie minimalnych zapasów, zmniejszenie liczby braków i reklamacji, utrzymywanie odpowiednich relacji z klientami i kontrahentami, itp. Te wszystkie działania przy-

57 Bieliński J. (red.), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, CeDeWu sp. z o.o., Warszawa 2004, s. 175.

58 Por. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, s. 23.

59 Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG Press, Warszawa 1999, s. 187.

60 Por. Kasiewicz S., *Budowanie wartości firmy w zarządzaniu operacyjnym*, SGH, Warszawa 2005, s. 31.

61 Por. Prusak B. (red.), *Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2007, s. 31.

62 Tamże, s. 39.

czynią się do zwiększania sprzedaży i podnoszenia marży operacyjnej i wzrost płynności finansowej. Dobrze zorganizowane i sprawnie przebiegające procesy operacyjne przyczyniają się do wzrostu strumieni pieniężnych, które są źródłem wartości dla właścicieli⁶³. Istnieje więc bezpośredni, ścisły związek między jakością zarządzania operacyjnego a wartością przedsiębiorstwa. Im sprawniejsze jest zarządzanie na poziomie operacyjnym tym lepsze są wyniki finansowe i tym samym wyższa jest wartość jednostki biznesowej.

Ocena czynników kształtujących wartość pozwala zarządom oraz menedżerom liniowym koncentrować się na tych działaniach, które maksymalizują wartość oraz na eliminowaniu kosztownego inwestowania w procesy, które nie przyczyniają się do wzrostu wartości lub nie powodują jej wzrostu w stopniu satysfakcjonującym właścicieli. Dzięki identyfikacji i diagnozie tych czynników zarząd ma również możliwość formułowania i efektywnego wdrażania strategii podnoszenia wartości spółki oraz realnego wpływu na wartość przy każdej podejmowanej decyzji, która odnosi się do otoczenia przedsiębiorstwa, jego zasobów, czy organizacji pracy. R. W. Mills podaje, że „wiele organizacji przyznaje, że w praktyce skoncentrowana na kliencie wizja marketingowa i skoncentrowane na udziałowcach podejście finansowe powinny być częścią interaktywnego procesu, który łączy związki produkt-rynek z szerzej pojętymi implikacjami finansowymi”⁶⁴. Wartość przedsiębiorstwa jest rezultatem zachowań trzech grup „graczy”: przedsiębiorstwa, klientów oraz konkurentów⁶⁵.

Wieloaspektowe spojrzenie na czynniki tworzenia wartości przedsiębiorstwa znalazło wyraz w modelu nazwanym indeksem tworzenia wartości dla podmiotów funkcjonujących w nowych uwarunkowaniach rynkowych. Według tego indeksu na wartość organizacji wpływają takie czynniki jak: innowacje, jakość, klienci, zarządzanie, alianse, technologie, marka, pracownicy, środowisko⁶⁶. Indeks ten pozwala na szersze spojrzenie na proces tworzenia wartości i lepsze nim zarządzanie w celu maksymalizowania generowanych zasobów pieniężnych. Od ich wielkości zależy wartość przedsiębiorstwa. Zdaniem A. Damodarana „wartość firmy jest wartością bieżącą oczekiwanych przepływów pieniężnych generowanych przez nią, zdyskontowanych przy użyciu kosztu kapitału, który odzwierciedla zarówno źródła, jak i koszty ich finansowania”⁶⁷. Jest powiązana nie tylko z wielkością

63 Por. Wędzki D., *Strategie...* op. cit., s. 111.

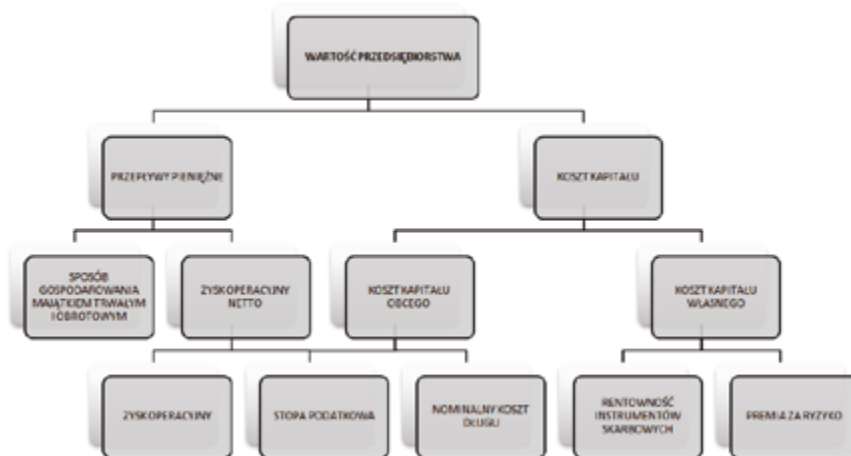
64 Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 14.

65 Por. Ohmae K., *The Mind of The Strategist: Business Planning for Competitive Advantage*, McGraw Hill, 1983, za: Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 14.

66 Stanoch E.R., *Value Creation Index. Zmierzyć przyszłość – wartość przedsiębiorstwa w XXI wieku*, materiały konferencyjne „Zarządzanie Wartością Firmy”, Warszawa, 5-6 kwietnia 2001, s. 16, za: Kasiewicz S., *Budowanie wartości firmy w zarządzaniu operacyjnym*, SGH, Warszawa 2005, s. 31.

67 Por: Damodaran A., *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York 2000, s. 3.

operacyjnych strumieni pieniężnych, lecz również z poziomem kosztu kapitału⁶⁸. Jej wysokość jest pochodną wolnych strumieni pieniężnych, oczekiwanego ich wzrostu, stopę dyskontową oraz okres użytkowania majątku⁶⁹. Czynniki wartości przedsiębiorstwa tworzą więc strukturę hierarchiczną (por. rys. 1.1).



Rys. 1.1. Drzewo finansowych czynników wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne

Z przedstawionego finansowego drzewa wartości wynika, że na główne determinanty wartości przedsiębiorstwa, czyli przepływy pieniężne oraz koszt kapitału, oddziałują inne czynniki. Ich liczba oraz siła zależy nie tylko od decyzji menedżerów konkretnej jednostki. Są one również kształtowane pod wpływem czynników zewnętrznych, na które przedsiębiorstwo nie zawsze ma wpływ. Uwzględnienie wszystkich tych elementów wydaje się konieczne w procesie wyceny wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa.

W przypadku określania przyszłych strumieni pieniężnych istotne jest rozróżnienie trzech podstawowych elementów: kontekstu historycznego, okresu prognozy oraz sytuacji po okresie prognozy. Przy szacowaniu strumieni pieniężnych uwzględnia się również potencjalne ryzyko. Jest to szczególnie istotne na rynkach wschodzących, o niestabilizowanej sytuacji gospodarczej, w których występuje wysoki poziom inflacji, częste zmiany polityczne, bariery w przepływie kapitału oraz dynamicznie zmiany uwarunkowań makroekonomicznych, powodujące występowanie niepokojów społecznych⁷⁰.

68 Johnson H., *Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy*, Warszawa 2000, s. 31.

69 Por. Dudycz T., *Zarządzanie...* op. cit., s. 26-27.

70 Por. James M., Koller T.M., *Valuation in emerging markets*, "The McKinsey Quarterly", 2000, No. 4: Asia Revalued, s. 80.

Konstruowanie strumieni pieniężnych w oparciu o dane historyczne oraz prognozę sytuacji w przyszłości przypomina klasyczną formułę matematyczną. Jak zauważa Z. Krysiak, „wycena firmy to nie statyczny pomiar pewnych wielkości ekonomicznych, ale proces dynamiczny, który dokonuje się przez ustawiczne monitorowanie aktywów firmy, zdarzeń gospodarczych w firmie i jej otoczeniu”⁷¹. Wycenę w tym rozumieniu należy traktować jako nieustanny proces szacowania wartości aktywów materialnych, niematerialnych i finansowych, które jako całość stanowią potencjał wytwarzający wartość⁷².

Mając na uwadze cele i funkcje wyceny można dojść do wniosku, iż permanentnie realizowany proces wyceny, a co za tym idzie ciągła prognoza strumieni pieniężnych, ma miejsce w przypadku funkcji doradczej wyceny. W tym przypadku celem szacunków wartości przedsiębiorstwa lub jego części nie jest realizacja transakcji kapitałowej, ale dokonywanie wyborów ekonomicznych, będących elementem składowym procesu funkcjonowania organizacji.⁷³

Drugą istotną kwestią jest dobór długości okresu prognozy. Niekiedy zdarza się, że wyceniający bazują na ogólnie przyjętych standardach, w świetle których okres prognozy strumieni powinien wahać się w przedziale od 5 do 9-10 lat⁷⁴. Długość tego okresu jest jednak wypadkową kilku ważnych czynników, do których zaliczyć można chociażby dojrzałość gospodarki, branżę, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo, czy też stopień rozwoju organizacji. Istotne w tym kontekście wydaje się również uwzględnienie elementów realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki finansowej i inwestycyjnej. Mając to na uwadze, okres prognozy powinien uwzględniać również ważne wydarzenia w kalendarzu menedżerskim organizacji. Z uwagi na zastosowanie po okresie prognozy stopy dyskontowej z ostatniego roku prognozy, okres ten powinien również uwzględniać wszelkie czynniki stabilizujące strukturę kapitału przedsiębiorstwa, jak np. zakończenie rozliczania dotacji, spłatę kredytu inwestycyjnego, osiągnięcie docelowego poziomu wypłaty dywidendy, itp.

Kolejną istotną w procesie wyceny kwestią jest prognoza sytuacji ekonomicznej przedsiębiorstwa po okresie prognozy. Ze względu na to, iż w zdecydowanej większości przypadków przewiduje się kontynuację działalności jednostki przez czas nieoznaczony, udział wartości rezydualnej w ogólnej wartości przedsiębiorstwa jest zazwyczaj wysoki. Niekiedy zdarza się, że wartość ta ma dominujący udział w oszacowanej wartości przedsiębiorstwa. Takie sytuacje zdarzają się zazwyczaj przy wycenie spółek o wysokim potencjale rozwojowym. Sam zaś proces wyceny

71 Krysiak Z., *Modelowanie i kreowanie wzrostu wartości firmy*, w: Dobięgała-Korona B., Herman A. (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006, s. 160.

72 Tamże, s. 161.

73 Por. Zarzecki D., *Metody...* op. cit., 47.

74 Por. Patena W., *Iterations in Company Valuation EMCINSMED PLC.*, Financial Internet Quarterly “e-Finance”, vol. 6, Rzeszów 2010, s. 17; http://www.atfconsulting.eu/oferta_uslug/wyceny/wyceny.html (stan z 08.05.2012 r.); https://r-brokers.pl/documents/10162/272038/Metoda_DCF.pdf (stan z 08.05.2012 r.);

realizowany jest w okresie wieloletniej korzystnej koniunktury gospodarczej. Za przykład nadużyć przy wyznaczaniu wartości rezydualnej może posłużyć sytuacja na rynku informatycznym w USA w drugiej połowie lat 90-tych⁷⁵ oraz w branży budowlanej i deweloperskiej w Hiszpanii w latach 80-tych i drugiej połowie lat 90-tych⁷⁶.

Wartość rezydualną wyznacza się zazwyczaj w oparciu o nieskomplikowane modele matematyczne (renty dożywotniej albo modelu Gordona)⁷⁷. Ze względu na prostotę algorytmów w nich stosowanych wynik szacunków sprowadza się do dwóch, maksimum trzech zmiennych opisujących równanie. Taka sytuacja powoduje, że wyjątkowo łatwo jest manipulować prognozami, żeby otrzymać oczekiwany rezultat. Dlatego, zdaniem B. Cornell'a, wyceniający powinni możliwie wydłużać okres prognozy kosztem okresu kontynuacji po to, by ewentualne błędy wynikające z uproszczonych szacunków były łagodzone przez dyskontowanie przepływów pieniężnych⁷⁸.

W odmienny sposób wyznaczana jest wartość rezydualna⁷⁹ (końcowa) przy założeniu, że po okresie prognozy działalność przedsiębiorstwa nie będzie kontynuowana. W takim przypadku wartość tą wyznacza się z modelu wartości likwidacyjnej. Jak podkreśla D. Zarzecki, skorzystanie z modelu wartości likwidacyjnej jest możliwe jedynie wówczas, gdy istnieją uzasadnione przesłanki przyjęcia założenia o likwidacji przedsiębiorstwa po okresie prognozy⁸⁰.

1.4. Pozafinansowe czynniki wartości przedsiębiorstwa

Obserwowane na przestrzeni ostatnich lat zacieranie granic między przedsiębiorstwem i otoczeniem, wirtualizacja działalności gospodarczej, wzrost znaczenia procesów informacyjnych, czy też wyparcie tradycyjnego pojmowania organizacji na rzecz firmy rozumianej jako zbiór procesów każą inaczej spojrzeć na proces tworzenia wartości przedsiębiorstw i czynniki ją kształtujące. Wartość ta jest silnie związana z pozycją konkurencyjną podmiotu gospodarczego i rośnie w miarę

75 W okresie od stycznia 1995 r. do marca 2000 r. indeks amerykańskich spółek wysokich technologii Nasdaq Composite wzrósł o 584%, z poziomu ok. 750 pkt do ponad 5.130 pkt.

76 Por. Montalvo J.G., *Land Use Regulations and Housing Prices: an Investigation for the Spanish Case*, http://www.fundacionbancosantander.com/media/docs/MyC_montalvo.pdf (stan z 09.05.2012 r.); <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Spain/Price-History> (stan z 09.05.2012 r.).

77 Por. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 90, 161; Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 186.

78 Por. Cornell B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, LIBER, Warszawa 1999, s. 129.

79 Szerzej na temat metod wyznaczania wartości rezydualnej w: Mills R.W., *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców*, ODDK, Gdańsk 2005, s. 109-127.

80 Por. Zarzecki D., *Metody...*op. cit., 142.

wzrostu przewagi konkurencyjnej. Zdaniem M. Portera, przewaga konkurencyjna polega na lepszym niż u konkurentów opanowaniu kluczowych kompetencji decydujących o sukcesie firmy⁸¹. Według J. Stankiewicza, przewaga konkurencyjna jest skutkiem takiego wykorzystania potencjału przedsiębiorstwa, który umożliwia efektywne generowanie atrakcyjnej oferty rynkowej i skutecznych instrumentów konkurowania⁸². Mimo niekiedy rozbieżnych definicji przewagi i czynników konkurencyjności, specjaliści od zarządzania są zgodni, że szczególnie miejsce wśród czynników wpływających na konkurencyjność zajmują innowacje.⁸³ Tego samego zdania jest M. Porter, który twierdzi, że przedsiębiorstwa osiągają przewagę konkurencyjną poprzez innowacje. P. Drucker sugeruje nawet, że innowacyjność niejako utrzymuje przy życiu współczesne organizacje, zaś procesy innowacyjne, w dobie gospodarki opartej na wiedzy, powinny stać się siłą kreatywną każdej organizacji.⁸⁴

Czynniki te są traktowane jako unikalne, gdyż w przeciwieństwie do czynników materialnych są one niewidoczne (nie wykazywane w księgach rachunkowych), wykorzystywane przez jedną grupę, nie wyczerpują się, nie można ich w całości kupić ani skopiować, zanikają, jeśli się ich nie używa, niedokładnie są uregulowane pod względem legislacyjnym⁸⁵. Z uwagi na rolę, jaką pełnią zasoby niematerialne we współczesnych przedsiębiorstwach, kluczowe wydaje się odpowiednie skoordynowanie dwóch elementów: wiedzy⁸⁶ i kapitału intelektualnego. Sprowadza się ono zazwyczaj do stworzenia spójnego systemu, w którym zarządzaniu kapitałem intelektualnym przypisuje się charakter strategiczny (budowa i zarządzanie aktywami niematerialnymi, w tym wiedzą), natomiast zarządzanie wiedzą odbywa się na gruncie taktycznym i operacyjnym i polega na pozyskiwaniu, lokalizowaniu, rozwijaniu, dzieleniu się i zdobywaniu wiedzy⁸⁷.

81 Por. Czekaj J., *Metody zarządzania przedsiębiorstwem*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2000, s. 59.

82 Por. Stankiewicz J.M., *Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji*, TNOiK „Dom Organizatora”, Toruń 2002, s. 89.

83 Por. Poznańska K., *Innowacyjność jako źródło przewagi konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw*, Centrum Wiedzy AIESEC Polska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003, http://www.rsi.org.pl/dane/download/innowacyjnosc_jako.pdf (stan z 14.05.2012 r.).

84 Tamże (stan z 14.05.2012 r.).

85 Mikuła B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku*, Difin, Warszawa 2002, s. 38

86 Wiedza stanowi rezultat poznania, ukierunkowanego w dużej mierze przez wiedzę. Wiedza ma być pomocna w realizacji zamierzonych celów (por. Wielka Encyklopedia PWN, PWN, Warszawa 1995, s. 196). Wiedza stanowi swego specyficzne połączenie doświadczenia, idei, intuicji, wartości, sądów i umiejętności jednostek oraz zespołów (grup), tworząc podstawy do oceny, rozumienia i przyswajania nowych doświadczeń i informacji (por. Materska K., *Wiedza w organizacjach. Prolegomena do zarządzania wiedzą*, Instytut Informacji Naukowej i Studiów Bibliograficznych, Uniwersytet Warszawski, s. 39: <http://bbc.uw.edu.pl/Content/3/03.pdf> (stan z 12.10.2012 r.).

87 Mikuła B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku*, Difin, Warszawa 2002, s. 168.

Obserwowane na przestrzeni ostatnich lat zacieranie granic między przedsiębiorstwem i otoczeniem, wirtualizacja działalności gospodarczej, wzrost znaczenia procesów informacyjnych, czy też wyparcie tradycyjnego pojmowania organizacji na rzecz firmy rozumianej jako zbiór procesów doprowadziły do pojawienia się nowej kategorii, tj. zarządzania wiedzą⁸⁸. Koncepcja ta rozumiana jest jako „najnowsza metoda zarządzania, której podstawowym celem jest niekonwencjonalne i akceleracyjne uzyskiwanie przewagi konkurencyjnej przez organizacje gospodarcze i pozagospodarcze”⁸⁹. Efektywne zarządzanie zasobami niematerialnymi, czyli kapitałem intelektualnym i wiedzą jest drogą do zwiększania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa na rynku oraz motorem umożliwiającym przewyższenie stagnacji gospodarczej⁹⁰.

Właściwa koordynacja tych elementów ma istotne znaczenie z punktu widzenia wzrostu wartości przedsiębiorstwa, która jest wypadkową elementów widocznych i niewidocznych. Czynniki wartości organizacji nierzadko przedstawia się metaforycznie, traktując kapitał intelektualny jako korzenie, zaś zasoby rzeczowe i finansowe, jako gałęzie drzewa wartości.⁹¹

Kapitał intelektualny jest obecnie jednym z podstawowych, jeśli nie głównym, czynnikiem wartości przedsiębiorstwa.

Jest to sentencja nie podlegająca dyskusji. Problemem jest jednak to, w jaki można pomnażać wartość zasobów niematerialnych organizacji. Pomocny w tym względzie może być model zarządzania opracowany przez M. Rzemieniaka, dzięki któremu przedsiębiorca/menedżer jest w stanie otrzymać zestaw kluczowych wartości niematerialnych istotnych z punktu widzenia budowy tożsamości organizacji⁹². To z kolei powoduje, że zasoby intelektualne, będące w dyspozycji przedsiębiorstwa, stają się jego unikalnym, ekskluzywnym kreatorem wartości.

Zdaniem R. Isaaca i I. Herremansa, kapitał intelektualny jest swego rodzaju ekskluzywną, wyłączną własnością intelektualną, która pozwala przedsiębiorstwu na ciągłe doskonalenie procesu rozwoju proporcjonalnie do rozwoju otoczenia⁹³. Kapitał intelektualny, będący jednym z dwóch głównych czynników wartości, dzielony jest na kapitał ludzki i kapitał strukturalny⁹⁴ (por. rys. 1.2).

88 Por. Perechuda K. (red.), *Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 7.

89 Tamże, s. 8.

90 Por. Pacho W. (red.), *Szkice z dynamiki i stabilizacji gospodarki*, SGH, Warszawa 2009, s. 41.

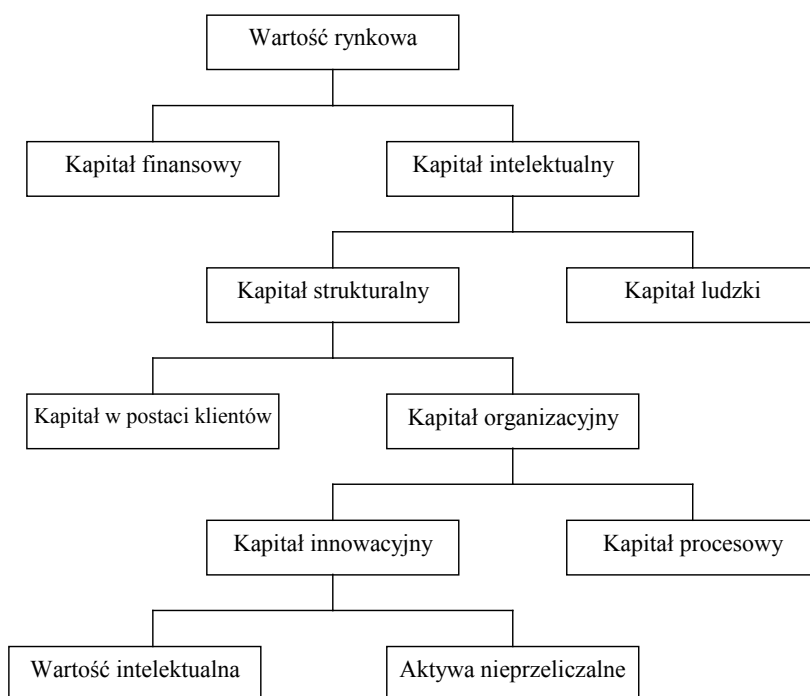
91 Por. Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odkrywając jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001, s. 16.

92 Por. Rzemieniak M., *Zarządzanie wartościami niematerialnymi przedsiębiorstw*, Dom Organizatora, Toruń 2013, s. 283-285.

93 Por. Isaac R.G., Herremans I.M., *Intellectual Capital Management: Pathway to Wealth Creation*, Journal of Intellectual Capital, 10 (1), 2009, s. 81.

94 Por. Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał...*op. cit., s. 16-17.

Kapitał ludzki obejmuje wiedzę⁹⁵, umiejętności, innowacyjność i zdolność poszczególnych pracowników do efektywnej realizacji powierzonych im zadań. Ponadto, do kapitału ludzkiego zalicza się kulturę organizacyjną i filozofię. Kultura organizacyjna traktowana jest niekiedy jako odrębny element zasobów kapitału intelektualnego. Mimo, że obecnie element ten często analizowany oddzielnie, to jednak „w klasycznym ujęciu tematu pewnych aspektów kultury organizacyjnej można było doszukiwać się w ramach kapitału strukturalnego”⁹⁶. Na kapitał strukturalny składa się sieć zespołów komputerowych, bazy danych, struktura organizacyjna, patenty, znaki handlowe. Kapitał strukturalny to również relacje przedsiębiorstwa z klientami i kontrahentami. W przeciwieństwie do kapitału ludzkiego, kapitał strukturalny może być przedmiotem obrotu⁹⁷.



Rys. 1.2. Elementy kapitału intelektualnego w schemacie wartości przedsiębiorstwa Skandia

Źródło: Edvinsson L., *Developing Intellectual Capital at Skandia*, "Long Range Planning", 1997, No. 3

⁹⁵ Wiedza jest nierzadko mylona z informacją lub danymi. Z punktu widzenia procesu zarządzania różnica jest widoczna (por. Waltz E., *Knowledge Management in the Intelligence Enterprise*, Artech House, 2003, s. 3).

⁹⁶ Chadam J., *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych. Identyfikacja, analiza, zarządzanie*, Difin, Warszawa 2012, s. 278.

⁹⁷ Tamże, s. 17.

Kapitał intelektualny, jak zauważają A. Sopińska i P. Wachowiak, choć definiowany od niedawna, w praktyce występował od wielu lat, jako różnica między wartością rynkową i wartością księgową przedsiębiorstwa.⁹⁸ Różnice pomiędzy wartością księgową, a wartością rynkową są okazją do polemik na temat czynników na nią wpływających. Niższą wartość rynkową od wartości księgowej interpretuje się jako fakt niedowartościowania spółki przez „rynek”. Sytuacja, w której wartość rynkowa znacznie przewyższa wartość księgową kapitału własnego jest widoczna w przedsiębiorstwach, które cechują się dużym potencjałem wzrostu wyników finansowych w przyszłości. W przypadku bardzo wysokich rozbieżności można mówić nawet o przewartościowaniu akcji podmiotu.

W literaturze przeważa pogląd, że różnice między wartością rynkową a księgową są rezultatem wpływu kapitału intelektualnego⁹⁹. Nie daje się bowiem wyjaśnić tych rozbieżności przy pomocy modeli opartych na tradycyjnych czynnikach wartości. Dlatego podjęto badania nad rolą aktywów niematerialnych w tworzeniu wartości współczesnych przedsiębiorstw i ich pomiarem¹⁰⁰. Pomiar ten jest zadaniem trudnym. Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa jest ściśle powiązany z rodzajem działalności, środowiskiem biznesowym oraz z historią i kulturą danej organizacji. Jest kategorią wysoce zindywidualizowaną. Być może, nigdy nie zostanie stworzony uniwersalny model, czy technika do wyceny tego kapitału.

Informacji o kapitale intelektualnym domagają się inwestorzy oraz zarządy spółek kapitałowych. Dotychczas nie wypracowano takich metod, które pozwalałyby na niekwestionowany pomiar tego kapitału¹⁰¹. Brak wiarygodnej wyceny powoduje, że decyzje na rynkach kapitałowych są szczególnie narażone na różnego

98 Por. Sopińska A., Wachowiak P., *Istota kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa – model pomiaru*, w: Borowiecki R., Kwieciński M. (red.), *Informacja w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2003, s. 101; Przygodzki Z., *Znaczenie kapitału społecznego w rozwoju*, w: Jewchutowicz A. (red.), *Wiedza, innowacyjność, przedsiębiorczość a rozwój regionów*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2004, s. 93; Hegedahl P., *Kapitał intelektualny – kluczowy majątek współczesnej organizacji*, Górak K., *Wycena własności niematerialnej w przedsiębiorstwie*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, 2007, s. 1.

99 Por. Marcinkowska M., *Kształtowanie...op. cit.*, Sokołowski J., *Efektywność pracy żywej i kapitał intelektualny a wartość przedsiębiorstwa*, w: Dudycz T. (red.), *Mikroekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw*, Politechnika Wroclawska, Wrocław 2008, s. 193; Jabłońska-Kośmider E., *Kapitał intelektualny...op. cit.*

100 Jabłońska-Kośmider E., *Kapitał intelektualny a wartość firmy*, w: Caputa W., Sz wajca D. (red.), *Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 171.

101 Szerzej na ten temat piszą: Azad N., Mohajeri L., *The Effects of Intellectual Capital on Financial Performance: A case study of petrochemical and pharmaceutical firms*, *Management Science Letters* 2 (2012), Growing Science Ltd., s. 512; Kristandl B., Bontis N., *Constructing a definition for intangibles using the resource based view of the firm*, „*Management Decision*”, Vol. 45, No. 9, 2007, s. 1511; Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008, s. 107; Villalonga B., *Intangible Resources, Tobin's q, and Sustainability of Performance Differences*, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 54 (2004), s. 209; Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 103-105. D. Andriessen wyróżnia ponad 30 metod

rodzaju spekulacje. Dotyczy to w szczególności przedsiębiorstw wykorzystujących najnowocześniejszą wiedzę (np. spółki informatyczne). Świadczą o tym chociażby wysokie zmiany cen akcji spółek internetowych, które w ostatniej dekadzie odznaczały się wyjątkowo dużym zakresem zmian wartości kapitalizacji rynkowej.

pomiaru kapitału intelektualnego (por. Andriessen D., *IC Valuation and Measurement. Classifying the state of the art*, "Journal of Intellectual Capital", Vol. 5 No. 2, s. 230, Mouritsen J., *Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital*, "Management Accounting Research", 1998, nr 9; Dzinkowski R., *Managing Intellectual Capital*, "Good Practice Guideline" 1999, December; Wachowiak P. (red), *Pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 2005, Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, Nogalski B, Rybicki J., *Zarządzanie portfelem kapitału intelektualnego*, w: Poczrowski A. (red), *Kapitał intelektualny. Dylematy i wyzwania*, WSB, Nowy Sącz 2001, s. 32.

2. Analiza fundamentalna jako źródło informacji na temat wartości przedsiębiorstwa

2.1. Istota i elementy składowe analizy fundamentalnej

Celem analizy fundamentalnej jest wybór i sklasyfikowanie papierów wartościowych pod względem ich jakości inwestycyjnej oraz oczekiwanej stopy zwrotu. W analizie fundamentalnej wyróżnianych jest pięć podstawowych etapów¹⁰²:

- Analiza makroekonomiczna – z uwagi na silną korelację koniunktury gospodarczej ze stopami zwrotu na giełdzie zachodzi konieczność dokonania takiej analizy. Dzięki niej inwestor jest w stanie ocenić jaka jest aktualna kondycja otoczenia gospodarczego giełdy papierów wartościowych w więc czy powinien on w związku z tym lokować swoje środki w akcjach lub obligacjach a także w jakich proporcjach
- Analiza sektorowa – w zależności fazy cyklu w którym znajduje się aktualnie otoczenie gospodarcze istnieje zróżnicowanie pod względem zyskowności różnych branż. Dzięki pomocy analizy sektorowej inwestor ma możliwość oceny, jakie sektor gospodarki najbardziej skorzysta na zbliżającej się sytuacji otoczenia
- Analiza sytuacyjna – pozwala na badanie spółki pod względem możliwości i perspektyw rynkowych na tle sektora. Polega na analizie aspektów niefinansowych (nie mających bezpośrednio odzwierciedlenia w sprawozdaniach finansowych) Najpopularniejszą metodą stosowaną w tej analizie jest analiza SWOT
- Analiza finansowa – pozwala na ocenę „jakości” bieżącej sytuacji spółki w otoczeniu np. pozycji w branży czy kondycji finansowej jako jako zdolności do generowania zysku
- Wycena akcji – pozwala zmierzyć wewnętrzną wartość akcji („inner value”), która może być zastosowana do porównania z aktualną ceną akcji na rynku co pozwala na określenie przyszłego kierunku zmian ich ceny, przy założeniu, iż rynek dąży do stanu równowagi

102 Zaremba A. „*Giełda papierów wartościowych*”, Helion, Gliwice 2010, s. 283-284.

2.2. Analiza makrootoczenia

Pierwszym etapem analizy fundamentalnej jest analiza makroekonomiczna w którym spółka prowadzi swoją działalność. Na podstawie analizy danych historycznych będących podstawą do określenia przyszłej wartości akcji spółki dokonywana jest analiza:¹⁰³

- Sytuacji polityczno – ekonomicznej
- Kondycji monetarnej i fiskalnej
- Pozostałych branż mających związek z profilem działalności spółki

Analiza sytuacji polityczno – gospodarczej ma za zadanie oszacowanie i ocenę prognoz w perspektywie najbliższych lat. Korzystna ocena tego aspektu może powodować wzrost zainteresowanie innych inwestorów zakupem akcji danej spółki a co za tym idzie wzrost ich cen, natomiast niekorzystna może powodować spadek zainteresowania akcjami na rzecz mniej ryzykownych instrumentów finansowych np. lokat bankowych lub obligacji. W szczególności można tutaj zaznaczyć istotne oddziaływane wydarzeń politycznych na wycenę wartości akcji spółki.

Giełda papierów wartościowych traktowana jest jako barometr gospodarki. Stąd uzasadnione wydaje się korespondencyjne śledzenie wskaźników koniunktury gospodarczej oraz tendencji na rynku kapitałowym. Analiza wskaźników tradycyjnych oraz tzw. wyprzedzających daje możliwość oszacowania przyszłej wartości akcji spółek, dla których możliwe jest określenie kierunku i stopnia współzależności z wahaniami gospodarki w ramach cykli koniunkturalnych. Wskaźniki makroekonomiczne wykorzystywane na rynku kapitałowym zamieszczono w tabeli 2.1.

Tabela 2.1. *Klasyfikacja źródeł informacji wykorzystywanej przy diagnozowaniu przedsiębiorstw*

Nazwa wskaźnika	Charakterystyka
Wskaźnik inflacji konsumenckiej (CPI – <i>Consumer Price Index</i>)	Ten wskaźnik informuje o średniej zmianie cen dla konsumenta dóbr oraz usług. Wysoki wskaźnik CPI oznacza inflację. CPI jest tożsamy ze skutecznością polityki rządu.
Wskaźnik inflacji bazowej (CPI <i>core</i>)	Podobnie jak CPI, lecz pomija ceny żywności oraz i energii, a także wahania sezonowe.
Dynamika produkcji przemysłowej (<i>Industrial Production</i>)	Mierzy wahania wartości produkcji sprzedanej (ceny bazowe). Prognozuje dynamikę rozwoju gospodarczego gospodarczym.
Dynamika sprzedaży detalicznej (<i>Retail Sales</i>)	Wskaźnik ten, informuje o wydatkach konsumpcyjnych i rozumiany jest sytuacja behawioralna w sektorze konsumckim.

103 Tarczyński W. „Rynki Kapitałowe”, Placet, Warszawa 2001, s. 332.

Nazwa wskaźnika	Charakterystyka
Inflacja cen producentów (<i>PPI</i>)	Stanowi informację o wzroście cen produktów związanych z produktami rodzimymi w zakresie wytwórców, surowców, półfabrykatów, a także produktów gotowych.
Indeks ISM – Instytut Zarządzania Podażą (<i>ISM Services</i>) dla sektora usług	Bazuje na ankietach prowadzonych wśród dyrektorów ds. zaopatrzenia firm przemysłowych. Odpowiednik europejskiego indeksu indeks PMI. Wartość 50 punktów stanowi granicę pomiędzy ożywieniem gospodarczym a recesją.
Stopa bezrobocia (<i>Unemployment Rate</i>)	Obliczana na podstawie stosunku liczby osób bezrobotnych wobec całej siły roboczej danego kraju (tj. stosunek liczby osób aktywnych zawodowo do sumy osób bezrobotnych).
Indeks nastrojów menedżerów przemysłowych (<i>PMI – Purchasing Managers Index</i>)	USA: opiera się na badaniach nastrojów menedżerów przemysłowych. Odczyt powyżej 50 oznacza ekspansję sektora produkcyjnego w stosunku do poprzedniego miesiąca; poniżej 50 oznacza kurczenie; natomiast 50 oznacza brak zmian.
Zmiana liczby zatrudnionych w zawodach pozarolniczych (<i>Nonfarm Payrolls</i>)	Jest to raport o sytuacji na rynku pracy w Stanach Zjednoczonych Ameryki, których PKB stanowi średnio 25% światowej produkcji wszystkich dóbr i usług. Wskazuje on ile przybyło miejsc pracy, co jest równoznaczne z poprawą koniunktury.

Źródło: Jagielnicki A., *Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać*, Helion, Gliwice 2007; s. 74-75

Istotnym elementem analizy makroekonomicznej jest ocena polityki fiskalnej i monetarnej realizowanej w konkretnym państwie, czy strefie. Szczególnie ważna dla inwestorów giełdowych wydaje się ta druga, odzwierciedlona w aktualnym poziomie oraz tendencjach historycznych kształtowania poziomu stóp procentowych. Ważnym elementem tej oceny jest także analiza oczekiwań odnośnie ewentualnych zmian poziomu podstawowych stóp procentowych, wpływających na cenę pieniądza w gospodarce. Niski, stabilny poziom stóp procentowych stanowi zazwyczaj zachętę dla inwestorów¹⁰⁴ do lokowania środków w akcje notowanych na giełdzie spółek z uwagi na niskie oprocentowanie środków m.in. na lokatach bankowych oraz duże możliwości pozyskiwania przez spółki taniego kredytu inwestycyjnego. Zwiększenie ilości środków lokowanych przez inwestorów na giełdzie zwiększa popyt na akcje notowanych spółek co przekłada się na wzrost ich cen. Analogicznie wzrost stóp procentowych może powodować przenoszenie przez inwestorów kapitału z giełdy (akcji) na rzecz innych instrumentów finansowych np. obligacji lub lokat bankowych.

104 Tarczyński W. „*Rynki Kapitałowe*”, Placet, Warszawa 2001, s. 334.

Ostatnim etapem analizy makroekonomicznej jest wybór wiodącej w gospodarce branży poprzez zestawienie indeksu branżowego w porównaniu do indeksu rynku z wynikami finansowymi spółki takimi jak¹⁰⁵:

- Zysk netto
- Przychody
- Wskaźniki rentowności
- Wskaźnik: Cena/Zysk (C/Z)
- Wskaźnik: Cena/Wartość Księgowa (C/WK)

Wykonanie tego etapu analizy może pomóc inwestorowi w wyborze wiodącej spółki w branży. Pełny obraz spółki na tle branży wymaga jednak przeprowadzenia szczegółowej analizy sektorowej, która została opisana w punkcie 2.3.

2.3. Analiza sektorowa

Pełna ocena wyników finansowych przedsiębiorstwa oraz możliwości dalszego jego rozwoju wymaga określenia jego pozycji w ramach sektora, w którym funkcjonuje. Jest to tzw. analiza przestrzenna, nazywana inaczej benchmarkiem zewnętrznym. Takie porównanie jest szczególnie istotne, gdyż główni konkurenci zawsze znajdują się w ramach sektora, a nie poza nim.

Analiza sektorowa pozwala na oszacowanie możliwości rozwoju badanego sektora w porównaniu do całej gospodarki. Analiza sektorowa nie przyczynia się do wyboru docelowej spółki, ale za jej pomocą można zawęzić obszar poszukiwań do konkretnego sektora, w ramach którego funkcjonuje spółka, będąca obiektem późniejszej inwestycji.

Analizę sektorową można przeprowadzić stosując różnorakie narzędzia. Jednym z najbardziej popularnych jest analiza pięciu sił Portera. W tej pięcioczynnikowej analizie wykorzystuje się informacje niezbędne do oceny atrakcyjności (potencjalnej rentowności) sektora oraz identyfikacji szans i zagrożeń w nim występujących. Na tej podstawie można budować modele prognostyczne oparte na zasobach technicznych i ekonomicznych przedsiębiorstwa oraz na podstawie analizy pięciu sił w jego otoczeniu. Do tych sił zaliczają się następujące:

1. groźba nowych wejść
2. groźba pojawienia się substytutów
3. siła przetargowa dostawców
4. siła przetargowa nabywców
5. rywalizacja między organizacjami w sektorze.

W analizie sektorowej wykorzystuje się także znane metody statystyczne, pozwalające na ustalenie miejsca danego przedsiębiorstwa w zbiorze przedsiębiorstw tworzących dany sektor. Przez sektor rozumie się grupę przedsiębiorstw wytwa-

105 Jagielnicki A., " *Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrywać*", Helion, Gliwice 2007, s. 77.

rzających produkty o podobnym przeznaczeniu, sprzedającą je na tym samym rynku. W podobny sposób pojęcie sektora definiuje M. Romanowska, pisząc, że „sektor to część przemysłu (branży), grupująca przedsiębiorstwa produkujące wyroby lub usługi o podobnym przeznaczeniu, sprzedawane na tym samym rynku geograficznym”¹⁰⁶. Jak podkreśla J. Rokita, między poszczególnymi sektorami istnieją zasadnicze różnice dotyczące zróżnicowania linii produktów, ich jakości, stosowanej polityki cenowej, stopnia integracji wertykalnej¹⁰⁷. Sektor jest więc pojęciem węższym od branży. W ramach branży wydzielić można kilka sektorów, różniących się jedną lub kilkoma cechami, które zostały wymienione wyżej.

W ramach jednego przedsiębiorstwa mogą być wytwarzane produkty lub usługi o bardzo zróżnicowanej strukturze asortymentowej, sprzedawane na różnych rynkach, wytwarzane przy zastosowaniu zróżnicowanych technologii itp. To powoduje, że na ogólną sytuację finansową przedsiębiorstw istotny ma wpływ stopień zróżnicowania działalności operacyjnej (podstawowej). Zgodnie z Międzynarodowymi Sztandarami Rachunkowości (MSR 34) sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa powinno być sporządzane w podziale na segmenty działalności. Rozróżnia się segment branżowy i segment geograficzny. Segment branżowy jest obszarem działalności różniącym się od innych rodzajem produktów lub usług, stosowanych procesów wytwórczych, stosowanymi metodami dystrybucji oraz ryzykiem i poziomem zwrotu z nakładów inwestycyjnych. Do cech wyróżniających segment geograficzny zalicza się podobieństwo warunków politycznych i ekonomicznych, bliskość lokalizacji, powiązania pomiędzy działalnością prowadzoną na różnych obszarach geograficznych, szczególnym rodzajem ryzyka na konkretnym obszarze, stopniem kontroli walut i ryzykiem walutowym. Obowiązek wyodrębnienia segmentu branżowego lub geograficznego występuje wówczas, gdy przychody ze sprzedaży zewnętrznej segmentu lub wynik finansowy segmentu stanowią co najmniej 10% całkowitego wyniku finansowego lub aktywa segmentu stanowią nie mniej niż 10% ogółu aktywów przedsiębiorstwa¹⁰⁸.

Sprawozdawczość według segmentów działalności pozwala na dokładniejsze rozpoznanie sytuacji przedsiębiorstwa, na bardziej precyzyjne określenie przyczyn jego sukcesów lub zagrożeń. Analiza takich sprawozdań pozwala nie tylko na ocenę opłacalności poszczególnych segmentów (analiza wewnątrzzakładowa lub inaczej benchmark wewnętrzny), lecz również, dzięki analizie sektorowej, na określenie szans rozwojowych w wyodrębnionych obszarach (segmentach) działalności. Okazać się może, że dany segment przynosi zyski i na tle innych segmentów charakteryzuje się wyższą rentownością, jednak na tle sektora jego wyniki wskazywać mogą na małe szanse rozwoju.

106 Romanowska M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2009, s. 39.

107 Por: Rokita J., *Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej*, PWE, Warszawa 2005, s. 63.

108 Por: art. 35 MSR 14, (por: *Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej (MSSF)*, t. I, wyd. SKwP, Warszawa 2004, s. 978.

Z powyższych informacji wynika, że zakwalifikowanie przedsiębiorstwa do określonego sektora może sprawiać pewne trudności. Wynika, to z faktu, że przy produkcji wieloasortymentowej, przy różnych kierunkach sprzedaży, to samo przedsiębiorstwo może funkcjonować w ramach różnych sektorów. Powstaje pytanie, jak w takim przypadku prowadzić analizę sektorową? Wydaje się, że można wybrać jedno z dwóch podejść. W pierwszym podejściu przedsiębiorstwo zaliczamy do tego sektora, do którego kwalifikuje się znacząca część (powyżej 50%) jego przychodów ze sprzedaży. W podejściu drugim wyodrębniamy kilka segmentów działalności przedsiębiorstwa (dwa lub więcej) na które przypada co najmniej 75% przychodów ze sprzedaży¹⁰⁹. Każdy z segmentów przypisujemy określonemu sektorowi przedsiębiorstw i dokonujemy jego oceny na tle tego sektora.

W analizie sektorowej dla podstawowych wskaźników finansowych tj. rentowność kapitałów, rentowność sprzedaży, wskaźniki płynności finansowej, wskaźniki rotacji kapitału obrotowego (zapasy, należności, zobowiązań krótkoterminowych, wskaźników złotej reguły bilansowej i finansowej) bada się średnią arytmetyczną, odchylenia standardowe, medianę, kwartyle oraz skośność¹¹⁰.

Wymienione wyżej miary oblicza się dla zbioru przedsiębiorstw wchodzących w skład danego sektora. Wykorzystuje się do tego następujące wzory i zasady. Średnią arytmetyczną dla sektora ustalamy wg wzoru:

$$\bar{x} = \frac{\sum_{i=1}^n x_i}{n}$$

gdzie:

x – średnia wartość danego wskaźnika w danym sektorze,

x_i – wartość wskaźnika dla danego przedsiębiorstwa z badanego sektora,

n – liczba przedsiębiorstw w sektorze.

Dla lepszego zobrazowania sytuacji średnią wartość należy interpretować w połączeniu z odchyleniem standardowym, które informuje o stopniu zróżnicowaniu wartości danego wskaźnika w badanej grupie przedsiębiorstw. Im wyższe odchylenie standardowe, tym większe zróżnicowanie wartości, tym mniejsza przydatność wartości średniej do oceny analizowanego zjawiska. Wielkość tego odchylenia (S_x) wylicza się według formuły:

$$S_x = \sqrt{\frac{\sum (x_i - \bar{x})^2}{n}}$$

109 Przyjęty procent znajduje uzasadnienie w art. 37 MSR 14 (por: *Międzynarodowe standardy... op. cit.*, s. 979).

110 Por: Dudycz T., *Wykorzystanie wskaźników sektorowych w analizie sprawozdawczości finansowej*, w: W. Skoczylas (red.), *Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw*, wyd. SKWP, Warszawa 2009, ss. 411 – 414.

Interpretacja wartości tego wskaźnika może być trudna, dlatego wzbogaca się ją współczynnikiem zmienności, który informuje o tym o ile procent wartości rzeczywiste różnią się od wartości średniej. Im większa różnica, tym mniejsza wartość poznawcza średniej arytmetycznej. Współczynnik zmienności (V_x) ustala się wg wzoru:

$$V_x = \frac{S_x}{\bar{x}}$$

Kolejną miarą wartości wskaźników w analizie sektorowej jest mediana, która jest wartością środkową powyżej i poniżej której znajduje się 50% obserwacji. Wykorzystuje się ją w analizie skośności, która jest miarą asymetrii wyników obserwacji. Skośność tę charakteryzuje się przy pomocy takich miar jak: pudełko góra, pudełko dół, wąsy góra, wąsy dół. Pudełko góra określa szerokość przedziału w jakim znajduje się 25% wyników znajdujących się bezpośrednio nad medianą. Pudełko dół mierzy szerokość przedziału obejmującego 25% wyników bezpośrednio poniżej mediany. Wąsy góra to szerokość przedziału obejmującego 25% wyników znajdujących się bezpośrednio pod wartością maksymalną¹¹¹. Wąsy dół określają szerokość przedziału obejmującego 25% wyników znajdujących się bezpośrednio nad wartością minimalną. Graficzną prezentację omawianej sytuacji lustruje rys. 3.1.

Liczba badanych przedsiębiorstw ogółem = 100%			
Wąsy dół 25% wyników	Pudełko dół 25% wyników	Pudełko góra 25% wyników	Wąsy góra 25% wyników
Wartość minimalna	Mediana		Wartość maksymalna

Rys. 3.1. Graficzna ilustracja miar skośności w analizie sektorowej

Wykorzystując omówione wyżej miary sektorowe można z łatwością sporządzić mapę wskaźników dla danego sektora oraz określić pozycję danego przedsiębiorstwa. Jest ona tym lepsza im korzystniejsze wartości na tle sektora przyjmują wskaźniki obliczone dla badanego przedsiębiorstwa lub analizowanego segmentu działalności w ramach przedsiębiorstwa.

¹¹¹ Wartość maksymalna jest najwyższą wartością wskaźnika w badanej grupie przedsiębiorstw (w sektorze). Wartość minimalna jest z kolei najniższą wartością analizowanego wskaźnika w danej grupie przedsiębiorstw (w sektorze).

2.4. Analiza sytuacyjna przedsiębiorstwa

Kolejnym nieodłącznym elementem analizy fundamentalnej jest analiza sytuacyjna spółki. Skupia się ona przede wszystkim na aspektach pozafinansowych wpływających na działalność przedsiębiorstwa. Można do nich zaliczyć¹¹²:

- Strategię spółki
- Lokalizację przedsiębiorstwa
- Skalę funkcjonowania przedsiębiorstwa
- Zdolności produkcyjne
- Komunikację marketingową
- Innowacyjność technologiczną produkcji
- Jakość kadry kierowniczej
- Istotnym element

Skupienie się na tym etapie analizy inwestor może pomóc odnaleźć parametry świadczące o przewadze konkurencyjnej spółki wobec pozostałych przedsiębiorstw działających w danej branży.

Najbardziej powszechnym narzędziem służącym do analizy sytuacyjnej jest analiza SWOT, której nazwa pochodzi od pierwszych obszarów badanych przez tą analizę tj¹¹³:

- Strengths – mocne strony – obszary pod względem, których przedsiębiorstwo może mieć przewagę nad konkurencją,
- Weaknesses – słabe strony – obszary działalności pod względem, których przedsiębiorstwo powinno podjąć działania polegające na usprawnieniu ich funkcjonowania, gdyż w warunkach rynkowych mogą one zostać wykorzystane przez konkurencję w celu osłabienia pozycji przedsiębiorstwa,
- Opportunities – szanse – zjawiska w otoczeniu, które mogą okazać się sprzyjające dla rozwoju działalności spółki lub przynieść dodatkowe zyski,
- Threats – zagrożenia – zjawiska w otoczeniu zewnętrznym spółki zwiększające ryzyko prowadzenia działalności pod względem pogorszenia się sytuacji w spółce przyniesienia strat.

Takie zestawienie informacji odnośnie analizowanej spółki pozwala na zdefiniowanie obszarów działalności mogących być przyczyną osiągnięcia dodatkowych korzyści lub generowania dodatkowych przychodów. Rozróżnienie wynikające z zestawienia zarówno czynników wewnętrznych (silne strony oraz słabe strony jak na Rys. 4) jak i czynników otoczenia (szanse oraz zagrożenia jak na Rys. 4) dostarcza informacji pozwalającej na ocenę opłacalności inwestowania w papiery wartościowe emitowane przez spółkę.

112 Gierszewska G., Romanowska M. „Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”, PWE, Warszawa 2003, s. 161-163.

113 Tamże s. 164.

Tego typu analizy są udostępniane w wielu serwisach internetowych poświęconych zagadnieniom rynku finansowego dlatego też stanowią narzędzie nawet dla początkujących inwestorów indywidualnych. Innym źródłem gotowych analiz branżowych są też czasopisma branżowe.

2.5. Analiza sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa

2.5.1. Sprawozdanie finansowe jako źródło informacji o kondycji przedsiębiorstwa

Finansowe skutki zarządzania przedsiębiorstwami znajdują odzwierciedlenie w sprawozdaniu finansowym, które jest „podstawowym produktem rachunkowości finansowej, a zarazem głównym celem jej funkcjonowania, jako systemu informacyjnego”¹¹⁴. Pełne sprawozdanie składa się z 5 elementów, a mianowicie: bilansu, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych, zestawienia zmian w kapitale własnym oraz informacji dodatkowej¹¹⁵. Bilans zawiera określony zbiór informacji o majątku przedsiębiorstwa i źródłach jego finansowania. Rachunek zysków i strat jest informacją o korzyściach ekonomicznych uzyskanych przez przedsiębiorstwo w roku sprawozdawczym. Zawiera zestawienie przychodów i kosztów. Rachunek przepływów pieniężnych informuje o stanie i ruchu środków pieniężnych w roku obrotowym. Zestawienie zmian w kapitale własnym obejmuje informacje o tym jak zmieniły się poszczególne pozycje kapitału własnego przedsiębiorstwa. Informacja dodatkowa zawiera istotne dodatkowe dane i objaśnienia umożliwiające lepsze poznanie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz przyczyn, które spowodowały jej zmianę. Odzwierciedla ono dokonania „...kierownictwa jednostki, wywiązywania się z roli zarządczej, ochrony i przysparzania majątku, wypracowywania zysków, dbałości o interesy pracowników, rzetelności wobec kontrahentów i klientów, regulacji zobowiązań wobec kredytodawców, terminowego i rzetelnego rozliczania się z organami publiczno-prawnymi”¹¹⁶.

Sposób prezentacji danych liczbowych zamieszczanych w sprawozdaniu finansowym nie jest dowolny, lecz ściśle określony przez przepisy zawarte w Ustawie o rachunkowości, Krajowych Standardach Rachunkowości oraz Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej. Struktura sprawozdania finansowego pozwala na ocenę przedsiębiorstwa z trzech punktów widzenia, czy

114 Turyna J., *Rachunkowość finansowa*, wyd. C. H. Beck, Warszawa 2005, s. 50.

115 W przedsiębiorstwach małych, których sprawozdania finansowe nie podlegają obowiązkowemu badaniu przez biegłych rewidentów sprawozdanie może być ograniczone tylko do bilansu, rachunku zysków i strat i informacji dodatkowej (*Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 2004 r.*, z późniejszymi zmianami, art. 45).

116 Olchowicz I., Tłaczała A., *Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów*, Difin, Warszawa 2008, s. 22.

jak to ujmuje J. Ostaszewski, spojrzeć na nie przez „okular zbudowany z trzech soczewek”¹¹⁷. Poszczególne soczewki nazwane zostały gestią majątkową, ekonomiczną i finansową.

Gestia majątkowa związana jest ze strukturą aktywów oraz źródłami ich finansowania. Aktywa stanowią zestawienie zasobów materialnych i finansowych jakimi dysponuje przedsiębiorstwo. W pasywach znajduje się natomiast informacja o strukturze kapitałów zaangażowanych w majątku. Uzupełnieniem do tych informacji jest sprawozdanie ze zmian w kapitałach własnych podmiotów gospodarczych.

Informacje podawane w wymienianych sprawozdaniach pozwalają na ocenę dynamiki i struktury aktywów oraz struktury źródeł ich finansowania. Aktywa dziela się na dwie grupy: trwałe i obrotowe. Te pierwsze angażują kapitał przez okres dłuższy od jednego roku, przez co spowalniają jego krążenie. Nadmierny, w stosunku do rzeczywistych potrzeb, zasób tego majątku negatywnie wpływa na efektywność pracy przedsiębiorstwa. Aktywa obrotowe zużywają się w jednym cyklu gospodarczym i zazwyczaj angażują kapitał przez okres krótszy od jednego roku. Aktywa z jednej strony tworzą potencjał gospodarczy przedsiębiorstwa, z drugiej zaś są źródłem kosztów. Kosztotwórczy charakter aktywów wynika z faktu, że ich posiadanie związane jest z określonymi wydatkami. Są one ponoszone niezależnie od stopnia gospodarczego ich zaangażowania. Do wydatków tych zalicza się: m.in. podatek od nieruchomości, koszty ubezpieczenia majątkowego, koszty konserwacji i napraw, ewentualne koszty czynszu, koszty odsetek od kredytów i pożyczek zaciągniętych na ich sfinansowanie itp. Dla kondycji finansowej przedsiębiorstw nie jest więc obojętne jakie posiadają aktywa oraz w jakim stopniu są one zagospodarowane. W przypadku ich nadmiaru lub źle ukształtowanej struktury powstają koszty zbędne, nazywane często kosztami niegospodarności, które obniżają wynik finansowy i niekorzystnie wpływają na poziom efektywności. Równocześnie rośnie ryzyko operacyjne.

W majątku zaangażowany jest kapitał, który dzieli się na własny i obcy. Kapitał własny stanowi stabilne źródło finansowania aktywów, natomiast kapitały obce nazywane zobowiązaniami użyczane są przedsiębiorstwom na określony czas, po upływie którego muszą być bezwarunkowo zwrócone. Oznacza to, że ich udział w finansowaniu majątku wiąże się z dodatkowym ryzykiem. Poziom tego ryzyka zależy od ich udziału w kapitałach ogółem oraz od okresu użyczenia. Ze względu na długość tego okresu rozróżnia się kapitał obcy (zobowiązania) długookresowy, którego okres spłaty jest dłuższy od jednego roku i kapitał obcy (zobowiązania) krótkoterminowy, który powinien być zwrócony przed upływem roku. Kapitał własny i zobowiązania długookresowe tworzą kapitały stałe, które w pierwszej kolejności finansują aktywa trwałe. Nadwyżka kapitałów stałych nad majątkiem trwałym nazywana jest kapitałem pracującym, finansującym majątek obrotowy.

117 Ostaszewski J., *Finanse*, Difin, Warszawa 2013, s. 237.

Wielkość i struktura majątku mają wpływ na zapotrzebowanie na kapitał oraz szybkość jego krążenia. Powinny być one dostosowane do rodzaju i skali prowadzonej działalności gospodarczej. Jest oczywiste, że wielkość i struktura aktywów będą inne w piekarni, inne w szpitalu, a jeszcze inne w fabryce obuwia, czy w sklepie. W każdym jednak przypadku powinny być tak ukształtowane by sprzyjały optymalnemu ich wykorzystaniu. W przeciwnym wypadku kapitał zaangażowany w aktywach będzie krążył wolniej niż wynika to z warunków technicznych, organizacyjnych i rynkowych. Znajduje to odzwierciedlenie w niewykorzystanej zdolności produkcyjnej, rosnących zapasach i należnościach itp. Wzrost aktywów często idzie w parze z rosnącym zadłużeniem i wzrostem kosztów jego obsługi. Chociaż samo zadłużenie może być skutkiem prowadzonej przez przedsiębiorstwo polityki finansowej i samo w sobie nie jest niczym nagannym, to w warunkach niepełnego wykorzystania posiadanych zasobów prowadzi do niepotrzebnego wzrostu ryzyka finansowego oraz spadku efektywności finansowej. Dlatego wieloaspektowa analiza struktury majątkowo-kapitałowej jest niezbędna do oceny równowagi ekonomicznej przedsiębiorstw (gestia ekonomiczna).

Zachowanie tej równowagi wymaga prowadzenia działalności gospodarczej w sposób umożliwiający jej opłacalność. Źródłem informacji o niej jest rachunek zysków i strat. Jest on zestawieniem przychodów netto i kosztów w okresie sprawozdawczym. Rachunek wyników może być sporządzany w dwóch wariantach: kalkulacyjnym i porównawczym. W wariantcie kalkulacyjnym koszty prezentowane są według miejsc, tj. na podstawie tzw. układu kalkulacyjnego. W układzie tym koszty dzieli się na bezpośrednie i pośrednie. Koszty bezpośrednie to takie, które można dokładnie przyporządkować do konkretnego wyrobu (usługi). Koszty pośrednie natomiast mogą dotyczyć kilku lub wszystkich wyrobów (usług), ale nie mogą być precyzyjnie do nich przyporządkowane. Wariant kalkulacyjny umożliwia prezentację pełnej struktury wyniku finansowego, obejmującej: wynik brutto ze sprzedaży, wynik ze sprzedaży, wynik z działalności operacyjnej, wynik z działalności gospodarczej, wynik brutto i wynik netto.

Istotną rolę w ocenie równowagi finansowej przedsiębiorstw pełni gestia finansowa. Związana jest ona z tzw. płynnością finansową, czyli z ich zdolnością do terminowego regulowania zobowiązań. Źródłem informacji do takiej oceny jest przede wszystkim rachunek przepływów pieniężnych. Na jego podstawie można ocenić źródła wpływów i wydatków w okresie sprawozdawczym, przyczyny zmian w stanie środków pieniężnych, racjonalność gospodarowania tymi środkami. Znajdują w nim odzwierciedlenie wszystkie zdarzenia gospodarcze, powodujące określone zmiany w zasobach środków pieniężnych przedsiębiorstwa. Jak podkreśla W. Gos, przepływy pieniężne są miarą twardą i obiektywną, gdyż ich wynik nie jest zniekształcony przez instrumenty polityki finansowej i jest zawsze taki sam niezależnie od osoby, która je ocenia¹¹⁸.

118 Por. Gos W., *Rachunek przepływów pieniężnych*, Difin, Warszawa 2011, s. 27.

Rachunek ten podzielony jest na trzy części: przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej i przepływy z działalności finansowej. Przepływy z działalności operacyjnej ilustrują zmiany w zasobach gotówkowych przedsiębiorstwa związane z realizacją działalności podstawowej. Przez działalność inwestycyjną rozumie się procesy nabywania i sprzedaży składników majątku trwałego oraz inwestycje krótkoterminowe nie związane z ekwiwalentami środków pieniężnych. Działalność finansowa dotyczy zmian zachodzących w kapitałach własnych i obcych, czyli procesów związanych z pozyskiwaniem źródeł finansowania majątku oraz ich obsługą (spłata kredytów pożyczek, wykup obligacji własnych, płatności odsetek, dywidend, inne wypłaty z zysku netto). Dostarcza on informacji o źródłach wpływów gotówkowych oraz kierunkach wydatkowania pieniędzy. Dzięki temu można szczegółowo poznać i ocenić gospodarkę zasobami pieniężnymi.

Szczególna rola w tej ocenie przypada przepływom z działalności operacyjnej. Informują one o wydajności gotówkowej działalności podstawowej i tym samym wskazują na możliwości bieżącego i perspektywnego samofinansowania firmy. Każde przedsiębiorstwo funkcjonuje i rozwija się dzięki zasobom gotówkowym wygoszparowanym dzięki produkcji i sprzedaży produktów i usług. Środki pochodzące z działalności finansowej (z wyjątkiem instytucji finansowych) mają charakter uzupełniający. Przedsiębiorstwa korzystają z nich okresowo za określoną odpłatnością. Niewydolność finansowa działalności podstawowej ogranicza również możliwości wspomagania środkami zewnętrznymi.

Kondycja ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa w dużej mierze wynika z działalności zarządu w zakresie poszukiwania odpowiedniego kompromisu między płynnością a rentownością. Osiągnięcie tego kompromisu wymaga skoordynowania decyzji finansowych z decyzjami inwestycyjnymi, produkcyjnymi i handlowymi. W przeciwnym bowiem przypadku przedsiębiorstwo nie będzie mogło realizować swoich celów. Nie można przecież naiwnie oczekiwać wyższej stopy zwrotu z tytułu wyższego poziomu ryzyka finansowego. Może się bowiem okazać, że na skutek wydarzeń niekoniernie wewnątrz organizacji ekspansja na ryzyko okazała się zbyt duża, a firma nie posiada odpowiednich narzędzi zarządzania kryzysowego. W wielu takich przypadkach nawarstwianie się elementów niepewności i brak reakcji na nie powoduje poważne problemy finansowe, z bankrutem włącznie.

Po to, by skutecznie planować i sprawnie przeciwdziałać zjawiskom kryzysowym przedsiębiorstwo powinno na bieżąco przeprowadzać i aktualizować ocenę sytuacji finansowej. Do tego celu wykorzystuje się najczęściej instrumenty analizy finansowej, będącym najstarszym narzędziem analizy ekonomicznej przedsiębiorstwa. Służy ona poznaniu przebiegu procesów finansowych, określania zależności między nimi oraz oceny ich wpływu na wyniki przedsiębiorstwa¹¹⁹. Przedmiot i za-

119 Por. Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 36-37.

kres analizy finansowej jest bardzo szeroki, w dużej mierze uzależniony od rodzaju przedsiębiorstwa, liczby i szczegółowości dostępnych informacji, czy chociażby potrzeb zleceniodawcy oraz intencji wykonawcy analizy. Na potrzeby niniejszej książki uwagę skoncentrowano na możliwie najwęższym zakresie wskaźników służących do oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

2.5.2. Ocena ryzyka finansowego przedsiębiorstwa

Ryzyko finansowe natomiast związane jest z kapitałami obcymi. Wyższe ich zaangażowanie oznacza zazwyczaj wyższy poziom ryzyka finansowego. Zadłużenie z jednej strony zmniejsza bezpieczeństwo finansowe i stwarza ryzyko utraty płynności. Z drugiej strony, dzięki umiejętnemu zadłużeniu podmiot może zwiększyć rentowność kapitału własnego. Dlatego poziom, struktura i opłacalność zadłużenia wymagają systematycznej oceny.

Do oceny ryzyka finansowego wykorzystuje się wskaźniki, określane na podstawie zestawienia bilansowego oraz rachunku zysków i strat. Jednym z najbardziej znanych wskaźników tej grupy jest wskaźnik kapitału własnego. Oblicza się go według formuły:

$$WKW = \frac{Kw}{Aog}$$

gdzie:

WKW – wskaźnik kapitału własnego

Kw – kapitał własny

Aog – aktywa ogółem (razem).

Wskaźnik zadłużenia ogółem informuje o tym, jaka część majątku przedsiębiorstwa finansowana jest kapitałem własnym. Wzrastający poziom wskaźnika świadczy o zwiększaniu zaangażowania własnych środków w finansowaniu aktywów.

Uzupełnieniem wskaźnika kapitału własnego jest wskaźnik zadłużenia, który oblicza się następująco:

$$WZ = \frac{Ko}{Aog}$$

gdzie:

WZ – wskaźnik zadłużenia

Ko – kapitały obce (zobowiązania).

Wskaźnik zadłużenia informuje, jaka część majątku przedsiębiorstwa finansowana jest kapitałami obcymi. Wzrastający poziom wskaźnika świadczy o większym zaangażowaniu zadłużenia, czyli wskazuje na wyższy poziom ryzyka finansowego.

Dla wskaźnika kapitału własnego i wskaźnika zadłużenia nie ma jednoznacznych wartości wzorcowych. Niekiedy można spotkać stwierdzenie, że dopuszczalna wartość tego wskaźnika nie powinna przekraczać 60-70%¹²⁰. Trzeba jednak zauważyć, że sama wartość wskaźnika nie informuje o zdolności spółki do obsługi długu. Dwie spółki o tym samym poziomie zadłużenia mogą różnić się możliwościami w zakresie generowania zysku i gotówki niezbędnej do spłaty odsetek i rat kapitałowych długu. Zależy to w dużej mierze od rodzaju prowadzonej działalności (branży), jej opłacalności oraz warunków na jakich spółka korzysta z kapitałów obcych. Znając jedynie poziom zadłużenia możemy tylko stwierdzić, że w miarę jego wzrostu rośnie ryzyko finansowe.

Kolejnym wskaźnikiem wykorzystywanym przy ocenie zadłużenia jest wskaźnik zadłużenia długoterminowego:

$$WZdt = \frac{Zdt}{Aog}$$

gdzie:

$WZdt$ – wskaźnik zadłużenia długoterminowego

Zdt – zadłużenie długoterminowe.

Wskaźnik ten informuje, jaka część majątku przedsiębiorstwa finansowana jest kapitałami obcymi o charakterze długoterminowym. Zadłużenie długoterminowe wykorzystywane jest zazwyczaj do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Cechą tej części pasywów jest to, że kapitały te finansują składniki majątkowe przez okres powyżej jednego roku. Dlatego tę część zadłużenia traktuje się jako stabilne źródła finansowania.

Innym wskaźnikiem struktury kapitału (zadłużenia) jest wskaźnik zadłużenia kapitału własnego:

$$D / Kw = \frac{Aog}{Kw}$$

gdzie:

D/Kw – wskaźnik zadłużenia kapitału własnego (relacja dług – kapitał własny).

Informuje on o relacji zadłużenia do kapitałów własnych. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym relacja ta jest mniej korzystna. Kapitały własne stanowią pewne zabezpieczenie dla wierzycieli podmiotu. Wysoka wartość tego wskaźnika jest sygnałem dla wierzycieli o wysokim ryzyku, co na ogół jest równoznaczne z ograniczeniem dostępności spółki do kolejnych kredytów.

Jak wspomniano wcześniej wskaźniki poziomu zadłużenia nie pozwalają na ocenę zdolności spółek do jego obsługi. Zadłużenie wiąże się bowiem z koniecz-

¹²⁰ Por. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1993, s. 89.

nością zapłaty określonej ceny długu (odsetek) oraz zwrotu kapitałów w umówionym terminie. Źródłem pokrycia odsetek jest zysk ze sprzedaży, zaś źródłem spłaty pożyczonych kapitałów jest zysk po opodatkowaniu i amortyzacja.

Jednym ze wskaźników wykorzystywanym przy ocenie zdolności przedsiębiorstw do obsługi ich zadłużenia jest wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem. Określa się go według formuły:

$$WPOZ = \frac{Zs}{Ok}$$

gdzie:

WPOZ – wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem

Zs – zysk ze sprzedaży

Ok – odsetki od kredytów i pożyczek.

Wskaźnik ten informuje, w jakim stopniu odsetki od kapitałów obcych mogą być spłacone z zysku ze sprzedaży. Możliwości obsługi zadłużenia rosną w miarę wzrostu wartości wskaźnika. Przy wartości niższej od jeden zysk ze sprzedaży nie wystarcza na sfinansowanie odsetek. Zadłużenie staje się przyczyną strat. Przy wartości wskaźnika równej 1 lub niewiele wyższej istnieje zagrożenie stratą, w przypadku, gdy pojawią się niekorzystne zjawiska, np. spadek sprzedaży, spadek cen sprzedaży, wzrost cen zaopatrzeniowych itp.

Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem nie uwzględnia wszystkich wydatków, związanych z zadłużeniem. Istotne znaczenie ma wysokość rat kapitałowych. Nie stanowią one kosztów uzyskania przychodów, ale narażają przedsiębiorstwo na utratę płynności finansowej, gdyż zwiększają zapotrzebowanie na środki pieniężne. Dlatego ocenę zdolności przedsiębiorstwa do obsługi długu uzupełnia się o wskaźnik pokrycia obsługi długu:

$$WPOD = \frac{Zs}{(R + o)}$$

gdzie:

WPOD – wskaźnik pokrycia obsługi długu,

R – raty kapitałowe.

Wskaźnik ten informuje o tym w jakim stopniu spółka może pokryć ratę kapitałową zyskiem netto. Wartość wskaźnika na poziomie 1 oznacza, że zysk netto w pełni pokrywa raty kapitałowe. Wartość niższa od jedności świadczy o niewystarczającym poziomie zysku netto do sfinansowania w danym okresie koniecznej spłaty kapitałów obcych.

Poziom ryzyka finansowego może być szacowany na podstawie analizy struktury majątkowo-kapitałowej. Do najczęściej spotykanych wskaźników, służących do określania poziomu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstwa należą wskaźniki złotej reguły bilansowej i finansowej.

Wskaźnik złotej reguły bilansowej, informuje o tym, w jakim stopniu aktywa trwałe finansowane są przez kapitał własny. Jest on określony według formuły:

$$WZRB = \frac{Kw}{AT}$$

gdzie:

AT – aktywa trwałe.

Złota reguła bilansowa zachowana jest wówczas, jeżeli całość aktywów trwałych finansowana jest kapitałem własnym, tzn. kiedy WZRB jest co najmniej równy 1. Według konserwatywnych założeń, dotyczących kształtowania struktury majątkowo-kapitałowej, spełnienie tej reguły jest podstawą wysokiego poziomu bezpieczeństwa finansowego spółki. Warto jednak zwrócić uwagę, że finansowanie majątku trwałego wyłącznie środkami własnymi, może wskazywać na awersję zarządu do podejmowania jakichkolwiek działań inwestycyjnych. Owszem, w praktyce można spotkać spółki, które są w stanie sfinansować całość niezbędnych nakładów ze środków własnych. Jednak są to zazwyczaj podmioty działające w warunkach monopolu, bądź oligopolu. W warunkach wysokiej konkurencji sytuacja taka występuje rzadko, zwłaszcza w przypadku małych i średnich spółek. Tam zazwyczaj, prędzej czy później, pojawia się dylemat związany z wykorzystaniem kapitałów obcych do sfinansowania koniecznych inwestycji w majątek trwały. Rozstrzygnięcie tego dylematu wymaga zwrócenia uwagi na konieczność zachowania właściwych relacji między ekonomicznym okresem użyteczności aktywów a długością okresu kredytowania inwestycji. O tym czy relacje te są ukształtowane poprawnie informuje wskaźnik złotej reguły finansowej. Wyraża on relacje między kapitałami stałymi (sumą kapitałów własnych i długoterminowych zobowiązań) a aktywami trwałymi i określany jest następującą formułą:

$$WZRF = \frac{KS}{AT}$$

gdzie:

KS – kapitały stałe.

Złota reguła finansowa zachowana jest wówczas, jeżeli całość aktywów trwałych finansowana jest kapitałami stałymi. Wskaźnik złotej reguły finansowej będzie wówczas przyjmował wartość najmniej równą 1. W warunkach współczesnej gospodarki zachowanie złotej reguły finansowej staje się ważniejsze od złotej reguły bilansowej. Chcąc zachować tę ostatnią, wiele spółek musiałoby opóźnić realizację inwestycji, zabiegając najpierw o zgromadzenie niezbędnych środków własnych bądź w drodze zatrzymania zysku netto lub też dodatkowej emisji akcji (udziałów). Mogłoby to wpłynąć negatywnie na ich konkurencyjność i pozycję rynkową. Dlatego polityka finansowa spółek powinna być oparta na dążeniu do zachowania złotej reguły finansowej, a nie złotej reguły bilansowej.

2.5.3. Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa

Płynność finansowa definiowana jest jako zdolność przedsiębiorstwa do terminowego oraz szybkiego regulowania zobowiązań. Oceny płynności finansowej najczęściej wykorzystuje się wskaźniki statyczne, oparte na zestawieniu bilansowym. Do wskaźników tej grupy zalicza się wskaźniki płynności:

- a) bieżącej,
- b) szybkiej,
- c) błyskawicznej.

Wskaźniki bieżącej płynności oblicza się w następujący sposób:

$$CR = \frac{AO}{ZB_{kt}}$$

gdzie:

CR – wskaźnik bieżącej płynności (*Current Ratio*),

AO – aktywa obrotowe

ZB_{kt} – zobowiązania krótkoterminowe.

Na podstawie tego wskaźnika dokonuje się oceny, czy przedsiębiorstwo jest zdolne do spłaty zaciągniętych zobowiązań bieżących. Zgodnie z tradycyjnym podejściem do zarządzania kapitałem obrotowym, przyjmuje się, że zdolność do terminowego regulowania zobowiązań jest zachowana, jeżeli wartość wskaźnika jest wyższa od 1. Z uwagi na to, iż część aktywów obrotowych mogą stanowić składniki majątkowe o ograniczonym stopniu płynności, na ogół zakłada się, że w celu zachowania płynności finansowej minimalna wartość tego wskaźnika powinna kształtować się na poziomie od 1,2 do 1,5¹²¹, w zależności od rodzaju działalności spółki.

Wskaźnik bieżącej płynności znacząco przekraczający poziom 1,5 często świadczy o nadmiernym zaangażowaniu kapitału w majątku obrotowym. Taka sytuacja prowadzi do nadmiernego zamrożenia kapitału, które niekorzystnie wpływa na wyniki ekonomiczne jednostki. W oparciu o wieloletnie doświadczenia przyjmuje się, że wartość wskaźnika bieżącej płynności nie powinna przekraczać poziomu 2-2,5¹²².

W celu zbadania, czy podmiot byłby w stanie uregulować zobowiązania, w przypadku ich szybkiej wymagalności, konieczne jest oszacowanie wskaźników szybkiej płynności. Podstawowym założeniem przy tworzeniu tej grupy wskaź-

121 Warto zauważyć, że w przypadku niższej wartości wskaźnika może zostać zachowana płynność finansowa, jeżeli terminarz spłaty zobowiązań i terminarz spływu należności będą ze sobą odpowiednio skoordynowane.

122 Trzeba jednak podkreślić, że może się zdarzyć, że nawet przy wysokiej wartości wskaźnika spółka może mieć kłopoty płatnicze, jeżeli znaczącą część majątku obrotowego stanowiłyby trudno zbywalne zapasy lub trudno ściągalne należności.

ników jest uwzględnienie przy ich kalkulacji wyłącznie tych składników majątku obrotowego, które charakteryzują się wysokim stopniem płynności. Wartość tego wskaźnika oblicza się według formuły:

$$QR = \frac{AO_p}{ZB_{kt}}$$

gdzie:

QR – wskaźnik szybkiej płynności (*Quick Ratio*),

AO_p – aktywa obrotowe o wysokim stopniu płynności (najczęściej przyjmuje się inwestycje i należności krótkoterminowe).

Przy kalkulacji tego wskaźnika pomija się zapasy, przyjmując założenie, że są to aktywa obrotowe o niskim stopniu płynności. W odniesieniu do zapasu produktów niezakończonych, czy niektórych rodzajów materiałów, takie stwierdzenie jest zasadne. Jednakże, w przypadku wielu spółek, szybka sprzedaż towarów oraz produktów gotowych może nie stanowić żadnego problemu. W takiej sytuacji wartość tego wskaźnika byłaby zaniżona.

Przy określaniu wskaźnika *IR*, zwanego wskaźnikiem natychmiastowej wypłacalności, wskaźnikiem płynności gotówkowej, czy też wskaźnikiem płynności błyskawicznej, w liczniku uwzględnia się najbardziej płynne aktywa, czyli środki pieniężne i krótkoterminowe papiery wartościowe:

$$IR = \frac{I_{kt}}{ZB_{kt}}$$

gdzie:

IR – wskaźnik błyskawicznej płynności (płynności gotówkowej),

I_{kt} – inwestycje krótkoterminowe.

Wskaźnik płynności gotówkowej powinien przyjmować wartości od 0,1 do 0,2.¹²³

Wymienione wskaźniki należą do grupy tzw. statycznych wskaźników oceny płynności finansowej. Są one oparte na danych bilansowych, które odzwierciedlają stan majątku obrotowego na ściśle określony moment. Szacując wartości wyżej omówionych wskaźników, nie uwzględnia się strumieni pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo, dzięki którym spłata zadłużenia staje się możliwa. Dlatego też, w celu pełniejszej oceny płynności finansowej wykorzystuje się tzw. dynamiczne wskaźniki płynności finansowej, które oparte są na przepływach pieniężnych.

123 Por. Dębski W., *Teoretyczne...* op. cit., s. 81

2.5.4. Ocena gospodarowania kapitałem

Ocenę gospodarowania kapitałem można przeprowadzić z wykorzystaniem wskaźników aktywności gospodarczej, inaczej zwanych wskaźnikami produktywności lub obrotowości. Dzięki analizie aktywności gospodarczej można również uzyskać informację na temat sposobu organizacji gospodarki zapasami oraz siły przetargowej przedsiębiorstwa w relacjach z kontrahentami. Na ogół, ocena aktywności sprowadza się do obliczenia i właściwego zinterpretowania dwóch grup wskaźników:

- 1) obrotowości,
- 2) rotacji (cykli rotacyjnych).

Wskaźniki obrotowości mogą być obliczane jako relacja wartości sprzedaży do średniego stanu składnika bilansowego. Informują one o tym, ile obrotów średnio w badanym okresie wykonał kapitał finansujący konkretne składniki majątkowe, bądź też, ile jednostek pieniężnych przychodów uzyskano z jednej jednostki pieniężnej kapitału, finansującego dany składnik majątkowy. Wysokie wartości wskaźników obrotowości świadczą o intensywnym wykorzystaniu posiadanych zasobów. Modelowy wskaźnik obrotowości można określić następująco:

$$O_M = \frac{P_{sn}}{M_{sr}}$$

gdzie:

P_{sn} – przychody netto ze sprzedaży¹²⁴

M_{sr} – średni stan majątku (ogółem, trwałego lub obrotowego).

Analiza aktywności wymaga uwzględnienia zmian, jakie zachodziły w kilku ostatnich okresach sprawozdawczych. Ponadto, ocena poziomu aktywności gospodarczej spółki wymaga uwzględniania wartości tych wskaźników w spółkach prowadzących podobną działalność gospodarczą oraz wartości średniobranżowych.

W praktyce bardziej szczegółową analizę aktywności gospodarczej przeprowadza się w odniesieniu do kapitału obrotowego. Dla każdego elementu tego majątku oblicza się odrębny wskaźnik posługując się poprzednim wzorem, z tą różnicą, że w mianowniku uwzględnia się za każdym razem średnią wartość innego składnika majątku obrotowego.

Dokładniejszych informacji na temat gospodarowania kapitałem obrotowym można pozyskać z analizy wskaźników (cykli) rotacji. Cykle te określa się jako relację liczby dni w okresie do wskaźnika obrotowości. Ta grupa wskaźników informuje o długości okresu, podczas którego kapitał jest zamrożony w postaci

¹²⁴ W przypadku, kiedy udział pozostałych przychodów operacyjnych i/oraz przychodów finansowych w przychodach ogółem jest wyraźny, przy kalkulacji wskaźników obrotowości można uwzględnić całość osiągniętych przez spółkę przychodów

konkretnych składników majątkowych. Modelową formułę na wskaźniki rotacji można zatem przedstawić następująco:

$$R_M = \frac{Ld}{O_M} \text{ lub } \frac{M_{\dot{r}}}{Psn} \times Ld$$

gdzie:

R_M – cykl rotacji danego składnika majątku obrotowego (ew. zobowiązań bieżących) w dniach,

O_M – wskaźnik obrotowości danego składnika majątku obrotowego (ew. zobowiązań bieżących),

Ld – liczba dnia w okresie,

$M_{\dot{r}}$ – średni stan danego składnika majątku obrotowego (ew. zobowiązań bieżących),

Krótkie cykle rotacyjne zapasów świadczą o intensywnej gospodarce tą częścią majątku obrotowego. Są one zazwyczaj niskiego poziomu zapasów materiałowych, częstego ich odnawiania, relatywnie krótkich cykli produkcyjnych oraz szybkiej sprzedaży wytworzonych produktów. Taka sytuacja sprzyja minimalizacji kosztów posiadania zapasów.

Z kolei cykl rotacyjny należności informuje o tym, po ilu średnio dniach spółka otrzymuje gotówkę za sprzedane produkty usługi lub towary. Równocześnie informuje o średnim okresie kredytowania jej odbiorców. Niska wartość tego wskaźnika oznacza częstsze wpływy, a co za tym idzie, mniejsze problemy z bieżącymi płatnościami.

Wskaźnik rotacji zobowiązań informuje, po ilu średnio dniach w badanym okresie spółka regulowała zobowiązania bieżące. Długi cykl rotacyjny zobowiązań wobec dostawców jest charakterystyczny dla spółek, które mają dużą siłę przetargową w relacjach z dostawcami. Długi cykl może również oznaczać problemy spółki z terminowym wywiązywaniem się z podejmowanych zobowiązań. Dlatego, analizując cykle rotacyjne zobowiązań zwraca się uwagę na to, czy w pasywach spółki nie występują zobowiązania przeterminowane.

Przy analizowaniu cykli rotacyjnych niezwykle ważne wydaje się porównanie cyklu rotacyjnego należności i zobowiązań. Dzięki temu możliwe staje się określenie, w jakim stopniu spółka jest kredytodawcą, a w jakim kredytobiorcą netto.

Suma długości cykli rotacyjnych zapasów i należności określana jest mianem cyklu operacyjnego. Cykl ten obejmuje okres jaki upływa od momentu zakupu materiałów i/lub towarów do momentu odzyskania pieniędzy za sprzedane produkty i/lub towary. Cykl ten jest zatem równy średniemu okresowi zamrożenia kapitału w majątku obrotowym.

Część tego okresu pokrywa się z okresem korzystania przez spółkę z kredytu kupieckiego dostawców. Dlatego oprócz cyklu operacyjnego istotne znacznie dla zarządzania majątkiem obrotowym ma cykl konwersji gotówki. Jest on równy liczbie

dni jakie upływają od momentu dokonania przez spółkę zapłaty za materiały i/lub towary do momentu odzyskania pieniędzy za sprzedane produkty, usługi i towary. Cykl ten jest zatem krótszy od cyklu operacyjnego o okres oczekiwania dostawców na zapłatę za dostarczone do spółki towary i materiały. Cykl konwersji gotówki jest różnicą między długością cyklu operacyjnego a cyklem rotacji zobowiązań bieżących. Cyklu konwersji gotówki określa okres, podczas którego działalność jednostki musi być sfinansowana kapitałami własnymi lub kredytami (pożyczkami).

2.5.5. Ocena rentowności

Podstawą oceny rentowności działalności gospodarczej jest wynik finansowy, który może być dodatni (zysk) lub ujemny (strata). Jednakże osiąganie zysku nie oznacza jednak, że działalność spółki można uznać za efektywną. Poziom zysku powinien osiągać określony poziom, by z jednej strony stanowił wystarczającą rekompensatę za ponoszone ryzyko, zaś z drugiej strony umożliwiać realizację strategicznych celów spółki.

Źródłem informacji o wyniku finansowym jest rachunek zysków i strat. Wskaźniki rentowności sprzedaży można szacować przy wykorzystaniu dowolnej kategorii wyniku finansowego. By można było poszczególnym wskaźnikom nadać właściwą treść ekonomiczną konieczne jest zachowanie współmierności licznika i mianownika. Każda kategoria wyniku finansowego ustalana jest poprzez odjęcie od określonych przychodów właściwej im grupy kosztów. Dlatego obliczając wskaźniki rentowności sprzedaży należy zestawiać dane kategorie wyniku finansowego z odpowiednimi kategoriami przychodów lub kosztów.

Wskaźniki wykorzystywane w tej analizie podzielić można na trzy grupy:

1. wskaźniki rentowności obrotu,
2. wskaźniki rentowności netto,
3. wskaźniki poziomu kosztów.

Wskaźniki rentowności obrotu są relacją między odpowiednią kategorią wyniku finansowego, a odpowiadającymi mu przychodami. Informują one o tym, ile groszy zysku określonej kategorii uzyskano, w danym okresie sprawozdawczym, z jednego złotego odpowiednich przychodów. Wskaźniki rentowności sprzedaży oblicza się według poniższej formuły:

$$RO_{WF} = \frac{WF}{P}$$

gdzie:

RO_{WF} – rentowność obrotu mierzona konkretną kategorią wyniku finansowego

WF – wynik finansowy (np. zysk brutto ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży itd.)

P_{sn} – przychody.

Wskaźniki rentowności kosztów (netto) stanowią relację między odpowiednią kategorią wyniku finansowego, a odpowiadającymi mu kosztami. Wskaźniki rentowności kosztów oblicza się według poniższej formuły:

$$RK_{WF} = \frac{WF}{K}$$

gdzie:

RK_{WF} – rentowność kosztów (netto) mierzona konkretną kategorią wyniku finansowego

WF – wynik finansowy (np. zysk brutto ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży itd.)

K – koszty (np. koszt sprzedanych produktów, koszty działalności operacyjnej itd.).

Wskaźniki rentowności kosztów informują, ile groszy konkretnej kategorii zysku otrzymano z jednego złotego kosztów. Opłacalność sprzedaży produktów, usług lub towarów wzrasta wraz ze wzrostem wartości wskaźnika.

Wskaźniki poziomu kosztów (wynikowe poziomy kosztów) są relacją między kosztami i odpowiadającymi im przychodami. Informują one o tym, jaką część przychodów przeznaczono na pokrycie odpowiadającym konkretnej grupy kosztów. Wskaźniki te oblicza się według poniższej formuły:

$$WP_K = \frac{K}{P}$$

gdzie:

WP_K – wskaźniki poziomu konkretnej grupy kosztów.

Opłacalność sprzedaży produktów, usług lub towarów wzrasta wraz ze spadkiem wartości wskaźników poziomu kosztów.

Oceniając rentowność sprzedaży zazwyczaj analizuje się zmianę wartości tych wskaźników w czasie. Cennych informacji dostarczyć może również analiza przestrzenna, czyli porównanie z innymi spółkami lub wartościami średniobranżowymi. Trzeba jednak nadmienić, że rentowność sprzedaży, a w szczególności wysoki jej poziom lub wzrost nie jest celem spółki. Rentowność ta to tylko jeden z czynników kształtujących rentowność kapitałów. Niejednokrotnie może się okazać, że w celu zwiększenia rentowności kapitałów opłaca się obniżyć rentowność sprzedaży (np. poprzez obniżenie ceny), by zwiększyć więcej niż proporcjonalnie wielkość sprzedaży (obróć).

Udziałowcy oraz akcjonariusze, którzy zaangażowali własne środki w konkretne przedsięwzięcie oczekują z tego tytułu określonej stopy korzyści. Stopę tę określa się:

$$ROE = \frac{Zn}{Cw_{lr}}$$

gdzie:

Zn – zysk netto

Cw_{sr} – średni stan kapitału własnego.

Wskaźnik rentowności kapitału własnego informuje, ile groszy zysku netto w danym okresie sprawozdawczym otrzymano z jednego złotego kapitału własnego. Wysoka wartość ROE świadczy o wysokiej stopie zwrotu z zaangażowanego przez udziałowców/akcjonariuszy kapitału. Należy jednak zwrócić uwagę, że przy interpretacji tego wskaźnika konieczne jest uwzględnienie wysokości oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego. W skrajnych przypadkach, kiedy dostarczyciele kapitału wyznaczają wysoką premię za ryzyko inwestycyjne, obiektywnie wysoka wartość ROE może nie być satysfakcjonująca dla udziałowców/akcjonariuszy. Porównanie zrealizowanej stopy zwrotu z kapitału własnego ze stopą zwrotu oczekiwaną pozwala na ocenę, czy zysk zrealizowany przez spółkę stanowi odpowiednią rekompensatę z tytułu ponoszonego przez właścicieli ryzyka.

Struktura kapitału spółek staje się coraz bardziej zróżnicowana. Wiele firm wykorzystuje kapitały obce nie tylko z powodu niedoboru środków własnych, ale przede wszystkim po to, by osiągnąć korzyści z tytułu zaangażowania obcych źródeł finansowania. Kapitały obce o charakterze odsetkowym, pomimo konieczności systematycznej ich spłaty mogą korzystnie oddziaływać na rentowność kapitału własnego, a wymierne koszty z nimi związane, czyli odsetki, przez to, że zaliczane są do kosztów uzyskania przychodów, zmniejszają podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym. Tworzą one w ten sposób tzw. tarczę (osłonę) podatkową, która sprawia, że wydatki z tytułu płatności podatkowych są niższe. Dlatego, przy szacowaniu stopy zwrotu z aktywów ogółem (kapitałów ogółem) uwzględnia się również skutki tarczy podatkowej. Wskaźnik rentowności kapitału ogółem oblicza się korygując zysk netto o odsetki od kredytów i pożyczek oraz przeterminowanych zobowiązań, pomniejszone o stawkę podatku dochodowego:

$$ROA = \frac{Zn + o \cdot (1 - T)}{Co_{lr}}$$

gdzie:

o – odsetki od kredytów i pożyczek oraz przeterminowanych zobowiązań,

T – stopa podatku dochodowego,

Co_{sr} – średni stan kapitału ogółem.

Rentowność kapitału ogółem, informująca ile groszy wyniku netto uzyskano w danym okresie sprawozdawczym z jednego złotego kapitału zaangażowanego w majątek przedsiębiorstwa. Porównanie wartości wskaźników ROE i ROA po-

zwala na ocenę opłacalności zadłużenia spółki. Informuje o tym efekt dźwigni finansowej, który jest różnicą między ROE i ROA.

$$EDF = ROE - ROA$$

Efekt dźwigni finansowej informuje, o ile punktów procentowych zmieniła się rentowność kapitału własnego na skutek zaangażowania kapitałów obcych. Dodatni efekt dźwigni finansowej świadczy o korzystnym wpływie zadłużenia na rentowność kapitałów własnych i informuje o tym, o ile punktów procentowych wzrosła rentowność kapitałów własnych na skutek zadłużenia. Ujemny efekt jest natomiast charakterystyczny dla spółek, które nie potrafią efektywnie wykorzystywać zewnętrznych źródeł finansowania działalności. Takie spółki, powinny ograniczać zadłużenie lub też poszukiwać korzystniejszych sposobów zaangażowania kapitałów, którymi dysponują.

2.6. Wycena akcji

Zdarzenia wymagające przeprowadzenia wyceny spółki można podzielić na dwie grupy¹²⁵:

1. zdarzenia związane ze zmianami w strukturze własnościowej,
2. pozostałe zdarzenia, wynikające z prowadzenia działalności gospodarczej lub z faktu istnienia przedsiębiorstwa, jednakże nie wiążących się bezpośrednio ze zmianami w strukturze własnościowej.

Do pierwszej grupy zdarzeń zaliczyć można¹²⁶:

- a) zamierzony zakup lub sprzedaż przedsiębiorstwa lub jego części,
- b) nacjonalizację przedsiębiorstwa lub jego części,
- c) podział przedsiębiorstwa,
- d) fuzję z innymi podmiotami,
- e) wniesienie przedsiębiorstwa jako aportu do innej jednostki,
- f) likwidację spółki.

W skład drugiej grupy wchodzi m.in.¹²⁷:

- a) wybór strategii działania na podstawie kryterium wartości spółki,
- b) ubezpieczenia majątku przedsiębiorstwa,
- c) określenie wartości zabezpieczenia (zastawu) zaciągniętych zobowiązań,
- d) aktualizacja wartości bilansowej aktywów,
- e) przekazanie lub przejęcie przedsiębiorstwa lub jego części w ramach umowy leasingu finansowego,

125 Por. D. Zarzecki, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 43.

126 Ibidem, s. 43.

127 Ibidem, s. 43-44.

- f) pomiar podatku od darowizny, spadku itp.,
- g) wprowadzenie wewnętrznego rozrachunku gospodarczego dla poszczególnych części przedsiębiorstwa.

W zależności od przyczyny, dla której sporządza się wycenę, dobiera się odpowiednie metody szacowania wartości spółki. Wybór konkretnej metody uzależniony jest jednak nie tylko od celu wyceny, ale może być zdeterminowany takimi czynnikami jak: aktualny stan gospodarki i prognozy jego zmiany, stan rynku papierów wartościowych, sytuacja w branży, itp.

Częstotliwość przeprowadzania procesu szacowania wartości przedsiębiorstwa jest ściśle powiązana z funkcjami wyceny, do których zalicza się funkcję¹²⁸:

- doradczą, mającą na celu dostarczeni niezbędnych informacji dotyczących wartości przedsiębiorstwa w związku z zamierzoną realizacją transakcji;
- argumentacyjną, polegającą na wykorzystaniu informacji uzyskanych w trakcie wyceny, dzięki czemu możliwy jest wzrost siły przetargowej każdej ze stron transakcji;
- mediacyjną, występującą często w sytuacji asymetrii informacji dotyczących przedmiotu transakcji, prze co opinie każdej ze stron na temat wartości są rozbieżne;
- informacyjną, polegającą na dostarczeniu informacji na temat przedsiębiorstwa, jego kondycji i perspektyw rozwoju;
- zabezpieczającą, której istotą jest zabezpieczenie się przed możliwością powstania sporów na tle wyceny, bądź też wystąpienia konfliktu interesów.

Wyceny wartości przedsiębiorstwa można dokonywać z wykorzystaniem czterech podstawowych grup metod²⁹ majątkowych, dochodowych, mieszanych i porównawczych. Metody te zostały szerzej opisane w rozdziale trzecim. W tej części książki przedstawione zostaną natomiast sposoby wyznaczenia wartości akcji spółki na podstawie przewidywanych do wypłaty dywidend.

W matematycznych modelach wyceny akcji pomija się motyw spekulacyjny, przyjmując, że jedyną korzyścią z tytułu ich posiadania jest dywidenda. Na tej podstawie bieżącą cenę akcji można oszacować następująco:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+r)^i}$$

gdzie:

P – cena bieżąca akcji,

D_i – dywidenda przypadająca na jedną akcję wypłacona na koniec i -tego roku

r – stopa dyskontowa.

Wzór ten może być z powodzeniem stosowany w sytuacji, kiedy wartość dywidendy wypłacanej w każdym planowanym roku jest dobrze znana. W sytuacji,

128 Por. Zarzecki D., *Metody...*op. cit., s. 46-51.

kiedy spółka nie jest w stanie dokładnie oszacować dywidendy w każdym kolejnym orku prognozy, zazwyczaj stosuje się pewne założenia dotyczące przyszłości.

Jeżeli zakłada się, że spółka będzie wypłacała dywidendę w stałej wysokości przez czas nieoznaczony przy wyznaczaniu bieżącej ceny akcji można skorzystać z modelu renty wieczystej:

$$P = \frac{D}{r}$$

Przy założeniu, że wartość dywidendy będzie zmieniała się w stałym tempie cenę akcji szacuje się wykorzystując model Gordona:

$$P = \frac{D}{r \pm g}$$

gdzie:

g – stałe tempo zmiany dywidendy.

Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie notowanych jest poniżej 1% spółek akcyjnych¹²⁹. Spośród nich tylko część regularnie wypłaca dywidendy. Regularnie proceder ten realizowany jest w 30 spółkach wchodzących w skład indeksu WIGdiv. W ramach tego indeksu mogą być notowane spółki, które na podstawie Uchwały Nr 871/2013 znalazły się na pozycji nie niższej niż 150 i charakteryzują się najwyższą stopą dywidendy, a także co najmniej trzy razy w przeciągu ostatnich pięciu lat wypłaciły akcjonariuszom dywidendę¹³⁰. W praktyce oznacza to, że miarę regularnie, znaczące dywidendy wypłaca niespełna 9% spółek (łącznie liczba spółek krajowych na rynku podstawowym wynosi 345). Z uwagi na relatywnie niewielką liczbę spółek regularnie wypłacających dywidendy, a także z uwagi na znikomy odsetek firm notowanych na giełdzie w ogólnej liczbie zarejestrowanych podmiotów gospodarczych, wycenę wartości przedsiębiorstw przeprowadza się zazwyczaj z wykorzystaniem którejś z czterech podstawowych grup metod scharakteryzowanych w rozdziale trzecim.

129 Wg stanu na 07.12.2015 r. na rynku podstawowym i równoległym GPW w Warszawie notowanych było 479 spółek (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki), podczas gdy łączna liczba zarejestrowanych w Polsce spółek akcyjnych wg stanu na 31.12.2013 r. wynosiła 10.491 szt (Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON, 2013 r., „Informacje i opracowania statystyczne, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2014, s. 133). Oznacza to udział poniżej 0,5%.

130 Por. http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL9999999482&ph_tresc_glowna_start=show (stan z 16.10.2015 r.).

3. Wycena wartości przedsiębiorstwa

3.1. Metody majątkowe

Metody majątkowe opierają się na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa zależy od posiadanych przez nie składników majątkowych. Dlatego w celu oszacowania wartości aktywów dokonuje się ich inwentaryzacji na dzień wyceny oraz określa się ich status prawny. W dalszej kolejności przeprowadza się odrębną wycenę każdego składnika majątkowego. Nie uwzględnia się faktu, że składniki te zostały odpowiednio dobrane i zorganizowane, po to by były zdolne do wytwarzania konkretnych wartości użytkowych. Pomijany jest zatem efekt synergii powstający w rezultacie celowego doboru poszczególnych elementów aktywów. Przedsiębiorstwo (spółka) traktowane jest jako podmiot wyizolowany z otoczenia i niezorganizowany.

Do najczęściej stosowanych w praktyce metod majątkowych zalicza się metodę:

1. aktywów netto (wartości księgowej),
2. urealnionych aktywów netto (urealnionej wartości księgowej),
3. odtworzeniową,
4. likwidacyjną.

Metoda aktywów netto opiera się na księgowej wartości majątku wycenianego podmiotu. Podstawę szacowania wartości przedsiębiorstwa tą metodą stanowi zestawienie bilansowe sporządzone na dzień wyceny. Księgowa wartość aktywów netto jest ustalana jako różnica między wartością aktywów a wartością kapitałów obcych. Jest w zasadzie równa księgowej wartości kapitałów własnych spółki. Dlatego zazwyczaj wartość aktywów netto utożsamiana jest z wartością księgową kapitału własnego. Metoda wartości księgowej jest najmniej skomplikowaną metodą wyceny przedsiębiorstwa. Posiada ona jednak szereg mankamentów, do których zaliczyć można¹³¹:

- a) oparcie wyceny na wartościach księgowych,
- b) oparcie wyceny na danych historycznych,
- c) arbitralny charakter ustalania niektórych pozycji bilansowych.

131 Ibidem, s. 286

Mimo wielu zalet, metoda ta ma istotne wady. Pomija się w niej fakt, że wartość księgową, w szczególności, rzeczowych składników majątkowych na ogół nie jest powiązana z poziomem ich zużycia techniczno-ekonomicznego. Przy tej metodzie ignorowany jest fakt, że efekty pracy współczesnych przedsiębiorstw zależą w dużej mierze od czynników pozamajątkowych. Ponadto, realna wartość niektórych składników aktywów, mimo określonej wartości zapisanej w księgach rachunkowych, może być równa zero. Dotyczyć to może takich pozycji jak rozliczenia międzyokresowe czy rezerwy.

Z uwagi na fakt, że na ogół wartości księgowe znacząco odbiegają od wartości rynkowych, metodę tę wykorzystuje się zazwyczaj jako metodę pomocniczą. Zazwyczaj wstępną fazę wyceny rozpoczyna się od ogólnej oceny składników bilansowych i określenia wartości księgowej przedsiębiorstwa.

W celu uwiarygodnienia wartości poszczególnych pozycji bilansowych dokonuje się jej korekty, mającej na celu zbliżenie jej do wartości rynkowej. Do tego celu wykorzystuje się metodę skorygowanych (urealnionych) aktywów netto. Metoda ta oparta jest na zasadzie zachowania realnej wartości kapitału. Do urealnienia wartości składników majątkowych wykorzystuje się zazwyczaj indeksy cenowe, które określają relację ceny bieżącej do ceny nabycia danego składnika. Istotną rolę w tej metodzie spełnia również informacja o aktualnym stanie zużycia technicznego i ekonomicznego wycenianych składników rzeczowych. Wartość składników niematerialnych, w szczególności należności, papierów wartościowych, zobowiązań koryguje się z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie.

Metoda ta zazwyczaj jest bardzo pracochłonna. Dotyczy to w szczególności spółek produkcyjnych, które dysponują dużym i zróżnicowanym zasobem rzeczowego majątku trwałego. Każdy składnik rzeczowych aktywów powinien być wyceniony odrębnie, chociażby z uwagi na fakt zróżnicowania dat nabycia i zużycia.

Zaletą tej metody jest to, że pozwala ona na urealnienie wartości składników majątkowych i zobowiązań, a tym samym na daleko idące zbliżenie wycenianej wartości do wartości rynkowej. Wyniki wyceny zależą jednak w dużej mierze od poprawności oszacowania wartości współczynników przeszacowania wartości księgowej. Wartość tych współczynników opiera się zazwyczaj na średnich zmianach cen detalicznych, które mogą się różnić od zmian cen konkretnych składników majątkowych..

Metodę skorygowanej wartości księgowej wykorzystuje się zazwyczaj przy wycenie spółek niedochodowych. Wartość oszacowana tą metodą jest znacznie bardziej wiarygodna niż przy metodzie księgowej wartości aktywów netto. Zaleca się jej stosowanie przy wycenie podmiotów w stanie upadłości. W przypadku spółek dochodowych może być ona stosowana jedynie jako metoda pomocnicza.

Jeżeli dla konkretnych składników majątkowych nie można znaleźć na rynku odpowiedników, na podstawie których dokonano by uaktualnienia ich wartości, wówczas wycenę aktywów przeprowadza się metodą odtworzeniową. Metoda ta

polega na wyznaczeniu wartości aktywów poprzez określenie, aktualnych na dzień wyceny, nakładów inwestycyjnych i kosztów, niezbędnych do odtworzenia identycznego lub charakteryzującego się zbliżonymi cechami użytkowymi składnika majątkowego¹³². Oparta jest ona na założeniu zachowania dotychczasowej substancji majątkowej.

Koszty, związane z odtworzeniem majątku spółki można szacować z wykorzystaniem następujących źródeł¹³³:

- aktualne katalogi cenowe,
- koszty odtworzenia własnych wyrobów,
- szczegółowe indeksy tworzone przez przedsiębiorstwo na podstawie rozpoznania rynku zaopatrzeniowego,
- autoryzowane indeksy cen poszczególnych typów środków gospodarczych,
- branżowe indeksy cen.

Wartość aktywów w tym przypadku może być oszacowana metodą szczegółową (bezpośrednią) lub wskaźnikową (pośrednią). Metoda bezpośrednia oparta jest na aktualnych cenach rynkowych poszczególnych aktywów, a następnie skorygowaniu ich o dotychczasowe zużycie. Metoda pośrednia polega na uwzględnieniu cen nabycia składników majątkowych skorygowanych o indeksy zmiany cen. Metodę wskaźnikową, w przeciwieństwie do metody szczegółowej, stosuje się dla środków, które nie mają odpowiedników na rynku zaopatrzeniowym. Wartość odtworzeniowa spółki (wartość odtworzeniowa aktywów pomniejszona o zobowiązania spółki) odzwierciedla uaktualnioną wartość kapitału właścicieli.

Metoda odtworzeniowa jest jedną z najczęściej stosowanych metod wyceny nieruchomości¹³⁴. Jest to jednak metoda niezwykle pracochłonna, wymagająca precyzyjnego określenia stopnia zużycia. Ponadto, wartość składników majątkowych oszacowana tą metodą jest w dużej mierze uzależniona od dokładności zaewidencjonowanych historycznych informacji, dotyczących poniesionych nakładów inwestycyjnych. Przy szacowaniu wartości odtworzeniowej duże trudności mogą wystąpić przy wycenie obiektów niepowtarzalnych oraz aktywów o nietypowych rozwiązaniach technicznych. Poza tym, metoda ta, podobnie jak inne metody majątkowe nie uwzględnia wpływu czynników pozamajątkowych na wartość przedsiębiorstwa oraz efektu synergii. Bywa ona najczęściej wykorzystywana przy wycenie spółek niedochodowych¹³⁵.

132 Panfil M., Szablewski A., *Metody wyceny spółki*, Poltext, Warszawa 2006, s. 39.

133 Kamela-Sowińska A., *Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji*, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Zeszyty Naukowe – Seria II, Prace doktorskie i habilitacyjne, Zeszyt 114, Poznań 1993, s. 76; za D. Zarzecki, *Metody...*op. cit., s. 318

134 Por. Zarzecki D., *Metody...*op. cit., s. 316

135 Por. Janik W., *Zarządzanie finansami firmy*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Administracji w Lublinie, Lublin 2002, s. 208

Efekt synergii nie jest również uwzględniany przy szacowaniu wartości przedsiębiorstwa metodą wartości likwidacyjnej. Metoda ta, inaczej zwana metodą upłynnienia, opiera się na założeniu, że majątek spółki będzie sprzedawany jako niezorganizowane mienie¹³⁶. Wartość likwidacyjna spółki informuje o wartości kapitału właścicielskiego pozostałego po zaspokojeniu roszczeń wierzycieli oraz pokryciu kosztów likwidacji spółki. Jest to zatem metoda, jak sama nazwa wskazuje, stosowana w przypadku fizycznej likwidacji przedsiębiorstwa. Może być ona również wykorzystana przy wycenie, zbędnych dla prawidłowego funkcjonowania, elementów majątku¹³⁷. Metodę likwidacyjną można również stosować w wycenie nierentownych zakładów lub całych spółek, wchodzących w skład grupy kapitałowej¹³⁸.

Z uwagi na to, iż w metodzie tej ważną rolę ogrywa kwestia czasu, w trakcie którego konieczne jest upłynnienie składników majątkowych, ich wartość likwidacyjna jest zazwyczaj niższa od tej, która byłaby ustalona przy pomocy innych metod. Można zatem stwierdzić, że wartość przedsiębiorstwa, oszacowana metodą likwidacyjną stanowi dolny poziom ceny, jaką właściciele spółki są w stanie zaakceptować w trakcie negocjacji sprzedaży spółki, znajdującej się w złej kondycji finansowej¹³⁹.

3.2. Metody dochodowe

Metody dochodowe opierają się na założeniu, że o wartości przedsiębiorstwa decydują nie posiadane składniki majątkowe, ale przyszłe korzyści finansowe, jakich mogą być wynikiem eksploatacji zasobów organizacji. W wycenie metodą dochodową przedsiębiorstwo jest zatem traktowane jako zorganizowana całość, zdolna do przynoszenia właścicielom określonych korzyści. Korzyściami tymi mogą być strumienie pieniężne, zyski oraz dywidendy. O ile wycena przedsiębiorstwa oparta na zyskach i dywidendach nie nastrocza wielu problemów, o tyle szacowanie strumieni pieniężnych wymaga nieco większego zaangażowania wyceniającego. Mimo tych trudności, to właśnie metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych (*DCF – discounted cash flows*) jest najczęściej stosowaną metodą dochodową wyceny wartości przedsiębiorstwa. Podstawę wyceny w tej metodzie stanowi prognoza przepływów (strumieni) pieniężnych, którą scharakteryzowano w p. 3.2.1.

136 Ibidem, s. 208.

137 Por. Panfil M., Szablewski A., *Metody...*op. cit., s. 40.

138 Zarzecki D., *Metody...*op. cit., s. 316.

139 Borowiecki R., *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 1996, s. 67.

3.2.1. Przepływy pieniężne

Przepływy pieniężne są końcowym efektem pracy przedsiębiorstwa i źródłem korzyści dla udziałowców/akcjonariuszy. Konstrukcję strumieni pieniężnych, wykorzystywaną w procesie wyceny przedsiębiorstwa można zapisać następującym wzorem¹⁴⁰:

$$FCF = EBIT \cdot (1 - T) + A - CWCR - CAPEX$$

gdzie:

FCF [*Free Cash Flow*] – wolne przepływy pieniężne,

EBIT [*Earnings Before Interest and Tax*] – zysk przed odsetkami i opodatkowaniem, inaczej zysk operacyjny (*Z_{OP}*),

T [*Tax rate*] – stopa podatku dochodowego (*S_{PD}*),

A [*Amortization and Depreciation*] – amortyzacja,

CWCR [*Change in Working Capital Requirements*] – zmiana zapotrzebowania na kapitał obrotowy (*ZZKO*),

CAPEX [*Capital Expenditures*] – nakłady inwestycyjne (*NI*).

Przy sporządzaniu prognozy przepływów pieniężnych uwzględnia się zarówno jej historię, jak również przewidywane skutki zmian wewnętrznych (np. restrukturyzacji) i zewnętrznych (zmian w otoczeniu). Konstruowanie strumieni pieniężnych w oparciu o dane historyczne oraz prognozę sytuacji w przyszłości przypomina klasyczną formułę matematyczną.

Drugą istotną kwestią jest dobór długości okresu prognozy. Niekiedy zdarza się, że wyceniający bazują na ogólnie przyjętych standardach, w świetle których okres prognozy strumieni powinien wahać się w przedziale od 5 do 9-10 lat¹⁴¹. Długość tego okresu jest jednak wypadkową kilku ważnych czynników, do których zaliczyć można chociażby dojrzałość gospodarki, branżę, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo, czy też stopień rozwoju organizacji. Istotne w tym kontekście wydaje się również uwzględnienie elementów realizowanej przez przedsiębiorstwo polityki finansowej i inwestycyjnej. Mając to na uwadze, okres prognozy powinien uwzględniać również ważne wydarzenia w kalendarzu menedżerskim organizacji. Z uwagi na zastosowanie po okresie prognozy stopy dyskontowej z ostatniego roku prognozy, okres ten powinien również uwzględniać wszelkie czynniki stabilizujące

140 Por. Kaplan S.N., Ruback R.S., *The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis*, *The Journal of Finance*, Vol. L, No. 4, September 1995, s. 1063; Hawanini G., Viallet C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007, s. 472; Por. Panfil M., Szablewski A. (red.), *Metody...* op. cit., s. 41; Malinowska U., *Wycena...* op. cit. 63; Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansami spółki kapitałowej*, PWE, Warszawa 2010, s. 52.

141 Por. Patena W., *Iterations in Company Valuation EMCINSMED PLC.*, *Financial Internet Quarterly "e-Finance"*, vol. 6, Rzeszów 2010, s. 17; http://www.atfconsulting.eu/oferta_uslug/wyceny/wyceny.html (stan z 08.05.2012 r.); https://r-brokers.pl/documents/10162/272038/Metoda_DCF.pdf (stan z 08.05.2012 r.);

strukturę kapitału przedsiębiorstwa, jak np. zakończenie rozliczania dotacji, spłatę kredytu inwestycyjnego, osiągnięcie docelowego poziomu wypłaty dywidendy, itp.

Wartość rezydualną wyznacza się zazwyczaj w oparciu o nieskomplikowane modele matematyczne (renty dożywotniej albo modelu Gordona)¹⁴². Ze względu na prostotę algorytmów w nich stosowanych wynik szacunków sprowadza się do dwóch, maksimum trzech zmiennych opisujących równanie. Taka sytuacja powoduje, że wyjątkowo łatwo jest manipulować prognozami, żeby otrzymać oczekiwany rezultat.

W odmienny sposób wyznaczana jest wartość rezydualna (końcowa) przy założeniu, że po okresie prognozy działalność przedsiębiorstwa nie będzie kontynuowana. W takim przypadku wartość tą wyznacza się z modelu wartości likwidacyjnej. Jak podkreśla D. Zarzecki, skorzystanie z modelu wartości likwidacyjnej jest możliwe jedynie wówczas, gdy istnieją uzasadnione przesłanki przyjęcia założenia o likwidacji przedsiębiorstwa po okresie prognozy¹⁴³.

Właściwe określenie prognozy nominalnych strumieni pieniężnych daje możliwość przejścia do kolejnego etapu wyceny, jakim jest zdyskontowanie oszacowanych przepływów odpowiednią stopą dyskontową (średnim ważonym kosztem kapitału).

3.2.2. Koszt kapitału

„Kapitał jest niezbędnym czynnikiem produkcji i jak inne czynniki, ma swoją cenę”¹⁴⁴. Cena ta, tzw. koszt kapitału, definiowana jest jako oczekiwana stopa zwrotu, jaką powinno uzyskać przedsiębiorstwo ze swoich inwestycji, aby była zachowana wartość rynkowa jego akcji¹⁴⁵.

Najbardziej podstawowym modelem wyznaczania kosztu kapitału własnego uzyskanego poprzez zatrzymanie zysku jest podejście: dochód z papierów wartościowych pozbawionych ryzyka plus premia za ryzyko. W podejściu tym wykorzystuje się koncepcję kosztu alternatywnego. Punktem wyjścia przy wyznaczaniu oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego w tym podejściu będzie zatem określenie stopy zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka, czyli obligacji i bonów skarbowych. Rentowność tych instrumentów uzależniona jest od aktualnej sytuacji makroekonomicznej i związanego z nią popytu zgłaszanego na te instrumenty przez krajowych i zagranicznych inwestorów.

142 Por. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 90, 161; Janik W., Paździor A., *Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie*, Politechnika Lubelska, Lublin 2011, s. 186.

143 Por. Zarzecki D., *Metody...* op. cit., 142.

144 Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami cz. 2*, PWE, Warszawa 1996, s. 14.

145 Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., Martin J.D., *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993, s. 267.

Z uwagi na to, iż każda działalność gospodarcza obarczona jest ryzykiem, w omawianym modelu do stopy zwrotu z papierów wolnych od ryzyka dodaje się premię za ryzyko, której wysokość ma odzwierciedlać niepewność związaną z aktualną i przewidywaną sytuacją rynkową. Ma ona również korespondować z bieżącą sytuacją finansową przedsiębiorstwa oraz jego perspektywami rozwoju. Wzór na koszt kapitału własnego w prezentowanym podejściu można zatem zapisać w następujący sposób:¹⁴⁶

$$C_E = R_{RF} + R_P$$

gdzie:

C_E [*Cost of Equity*] – koszt kapitału własnego (K_{KW}),

R_{RF} [*Rate of Return on Risk Free Securities*] – stopa papierów wartościowych wolnych od ryzyka (obligacji skarbu państwa lub bonów skarbowych) (R_{PW}),

R_P [*Risk Premium*] – premia za ryzyko (P_R).

Jedną z częściej stosowanych metod wyznaczania oczekiwanej stopy zwrotu z kapitału własnego jest model wyceny aktywów kapitałowych (*CAPM – Capital Asset Pricing Model*¹⁴⁷), w którym zakłada się, że oczekiwany zwrot z inwestycji jest proporcjonalny do ryzyka związanego z tym zwrotem¹⁴⁸. Według tego modelu koszt kapitału można obliczyć za pomocą wzoru¹⁴⁹:

$$C_E = R_{RF} + \beta \cdot (R_M - R_{RF})$$

gdzie:

R_M [*Rate of Return on Market*] – oczekiwana stopa zwrotu z rynku akcji (np. stopa zwrotu z indeksu WIG, WIG20) (R_A),

β [*Beta Coefficient*] – współczynnik beta.¹⁵⁰

W modelu tym mogą wystąpić problemy z określeniem różnicy pomiędzy stopą zwrotu z rynku akcji oraz stopą wolną od ryzyka (tzw. premia za ryzyko). Poza tym, istnieje poważny dylemat, związany z wyborem okresu badawczego. Jest to szczególnie istotne w gospodarkach, których rynki kapitałowe funkcjonują od niedawna (np. Polska). W takich przypadkach pojawiają się kontrowersje dotyczące nie tylko okresu badawczego, ale również ustalania poszczególnych terminów szacowania stóp zwrotu. W krajach wysoko rozwiniętych (np. Stany Zjednoczone,

¹⁴⁶ Por. Besley S., Brigham E.F., *Principles of Finance*, South-Western Cengage Learning, Mason 2009, s. 480.

¹⁴⁷ Por. *Słownik finansów i bankowości*, PWN, Warszawa 2008, s. 45.

¹⁴⁸ Por. Best P., *Wartość narażona na ryzyko*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 181.

¹⁴⁹ Por. Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa...*op. cit., s. 241.

¹⁵⁰ Współczynnik beta określa, w jakim stopniu stopa zwrotu akcji reaguje na zmiany zachodzące na rynku. Informuje on o ile procent (w przybliżeniu) wzrośnie stopa zwrotu akcji, jeżeli stopa zwrotu indeksu rynku wzrośnie o 1%. Jest on zatem miarą wrażliwości rentowności firmy na rentowność konkretnego rynku.

Wielka Brytania, Niemcy, Japonia) można przyjąć roczne stopy zwrotu z rynku akcji.¹⁵¹ Natomiast w krajach o krótkiej historii funkcjonowania rynków kapitałowych, ze względu małą liczbę lat funkcjonowania giełd papierów wartościowych, roczne stopy zwrotu dałyby zbyt małą liczebność, co mogłoby wpłynąć na wiarygodność otrzymanych wyników¹⁵².

Szacowanie kosztu kapitału własnego, szczególnie podmiotów niewielkich rozmiarów, powinno bazować na w miarę najświeższych informacjach finansowych oraz uwzględniać aktualną sytuację finansową wycenianego przedsiębiorstwa. Kryteria te wydają się być spełnione wtedy, gdy koszt kapitału będzie szacowany w oparciu o podstawowe parametry (wskaźniki) określające kondycję finansową przedsiębiorstwa. Parametrami tymi mogą być m.in.: wskaźnik zadłużenia ogółem, wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej, wskaźniki bieżącej i szybkiej płynności finansowej, rentowność sprzedaży mierzona zyskiem operacyjnym, rentowność kapitałów własnych. Na podstawie tych koncepcji opracowany został model wyznaczania kosztu kapitału, w którym koszt ten jest uzależniony od stopy zwrotu z papierów wolnych od ryzyka, premii za ryzyko kraju oraz premii za ryzyko przedsiębiorstwa. Nowatorskość modelu polega na sposobie kalkulacji premii za ryzyko przedsiębiorstwa, będącej pochodną jego aktualnej sytuacji finansowej. W modelu tym dla każdego z przyjętych wskaźników przyporządkowana jest określona waga.

Cały model zawiera również określone współczynniki oraz stałe, których zadaniem jest określenie stopnia reakcji premii za ryzyko na zmiany sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Model ten opisać można za pomocą formuły¹⁵³:

$$C_E = R_{RF} + C_R + B_R$$

gdzie:

C_E [Cost of Equity] – koszt kapitału własnego (K_{KW}),

R_{RF} [Rate of Return on Risk Free Securities] – stopa papierów wartościowych wolnych od ryzyka (obligacji skarbu państwa lub bonów skarbowych) (R_{PW}),

C_R [Country Risk] – premia za ryzyko kraju o najwyższym ratingu kredytowym (P_{RK}),

B_R [Business/Enterprise Risk] – premia za ryzyko przedsiębiorstwa (biznesu) (P_{RP}).

W procesie wyznaczania kosztu kapitału własnego tą metodą można przyjąć rentowność instrumentów państw o najwyższej stabilizacji finansowej. Do tych państw zaliczyć można m.in.: Niemcy, Stany Zjednoczone, Szwecję, Szwajcarię, Wielką Brytanię. Są to kraje, które mają najwyższy rating kredytowy¹⁵⁴.

151 Por. Bodie Z., Merton R.C., Cleeton D.L., *Financial Economics*, Pearson Education, Dorling Kindersley India Pvt. Ltd., New Delhi 2009, s. 76-79.

152 Por. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie...* op. cit., s. 144.

153 A. Paździor, *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2013, s...

154 Por. <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard> (stan z 15.11.2012 r.).

Premię za ryzyko kraju można natomiast przyjąć jako różnicę między rentownością instrumentów konkretnego państwa, w którym funkcjonuje analizowane przedsiębiorstwo, a rentownością instrumentów wybranego państwa (ew. przeciętną rentownością państw) o najwyższym ratingu kredytowym. Oszacowaną wysokość premii za ryzyko kraju można również znaleźć na licznych portalach finansowych¹⁵⁵.

Premię za ryzyko przedsiębiorstwa można oszacować w następujący sposób:

$$P_{RP} = \frac{0,35 \cdot DR - \ln(0,4 \cdot WOSF + 0,3 \cdot CR + 0,2 \cdot ROS + 0,2 \cdot ROE + 0,3 \cdot QR)}{SW^6} + R_{PWPL} \cdot SW$$

gdzie:

DR – wskaźnik zadłużenia ogółem,

WOSF – wskaźnik ogólnej sytuacji finansowej,

CR – wskaźnik bieżącej płynności,

ROS – rentowność obrotu mierzona zyskiem operacyjnym,

ROE – rentowność kapitału własnego,

QR – wskaźnik szybkiej płynności,

R_{PWPL} – rentowność polskich instrumentów wolnych od ryzyka,

SW – suma wszystkich wag, tj. (0,35+0,40+0,30+0,20+0,20+0,30=1,75).

Metodę tą można uznać za rozwinięcie metody *Bond Yield Plus*, według której koszt kapitału własnego wyznacza się sumując stopę zwrotu z papierów wolnych od ryzyka oraz subiektywnie wyznaczoną premię za ryzyko¹⁵⁶. Przewagą prezentowanej metody jest to, iż premia za ryzyko, związana z inwestowaniem w kapitał własny, wyznaczana jest w sposób uniemożliwiający praktykę uznaniowego przyjmowania poziomu zbieżnego z oczekiwaniami zleceniodawców. Ogranicza ona oddziaływanie czynników subiektywnych w trakcie wyceny, czyli jednego z najistotniejszych mankamentów zniekształcających faktyczną wartość przedsiębiorstw.

Wyniki wyceny przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych strumieni pieniężnych nie zawsze można uznać za wiarygodne. Brak dostatecznej wiedzy i doświadczenia osób wyceniających oraz ich bezkrytyczne podejście do przyszłych zdarzeń kształtujących poziom prognozowanych strumieni pieniężnych niejednokrotnie wypaczają wartość biznesu. W sytuacji, kiedy wartość przedsiębiorstwa kilka, czy czasami nawet kilkunastokrotnie przewyższa wartość księgową, zaleca się, by jako metodę pomocniczą do oszacowania wartości przedsiębiorstwa wykorzystać którąś z metod mieszanych.

155 Por. <http://www.datosmacro.com/en/risk-premium> (stan z 15.11.2012 r.); http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (stan z 15.11.2012 r.).

156 Por. Panfil M., Szablewski A. (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 87.

3.3. Metody mieszane

Przy wykorzystaniu mieszanych metod wyceny przedsiębiorstw ich wartość określa się na podstawie wyników otrzymanych przy pomocy kilku innych metod (majątkowych i dochodowych). Metody te opierają się na założeniu, że o wartości przedsiębiorstwa decydują zarówno posiadane składniki majątkowe, jak i ich zdolność do generowania przyszłych nadwyżek finansowych.

Metody mieszane można podzielić na dwie grupy¹⁵⁷:

1. metody oparte na wartości majątku i reputacji (metody wartości średniej).
2. metody oparte na aktywach i stopie pomnażania wartości (metody wyceny z zyskiem dodatkowym).

3.3.1. Metody wartości średniej

Najstarszą metodą wartości opartą na majątku i reputacji jest metoda niemiecka (berlińska), opracowana w okresie międzywojennym przez E. Schmalenbacha. W metodzie tej przyjmuje się, że wartość przedsiębiorstwa jest równa średniej arytmetycznej wartości majątkowej i wartości dochodowej, co można zapisać następująco:

$$WP_N = \frac{WP_M + WP_D}{2}$$

gdzie:

WP_N – wartość przedsiębiorstwa według metody berlińskiej,

WP_M – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą majątkową,

WP_D – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą dochodową.

Metodę Schmalenbacha można zastosować wówczas, gdy wartość dochodowa jest wyższa od wartości majątkowej. W metodzie tej zakłada się, że wpływ składników majątkowych na wartość przedsiębiorstwa jest taki sam jak wpływ zdolności spółki do generowania nadwyżek finansowych.

Metodą która większy nacisk kładzie na przyszłe korzyści właścicieli, jest metoda szwajcarska. Jest ona swoistą mutacją metody berlińskiej. W metodzie tej wartości dochodowej przypisuje się dwukrotnie wyższą wagę niż wartości wynikającej z zestawienia bilansowego:

$$WP_S = \frac{WP_M + 2 \cdot WP_D}{3}$$

gdzie:

WP_S – wartość przedsiębiorstwa według metody szwajcarskiej.

Pomimo względnej prostoty, metodom wartości średniej zarzuca się zbyt arbitralne podejście do wpływu poszczególnych kategorii wartości na ostateczny

¹⁵⁷ Janik W., *Zarządzanie...* op. cit., s. 216

wynik wyceny. Brakuje również jednoznacznych wskazówek odnośnie tego, w jakich sytuacjach należy stosować metodę berlińską, a jakie warunki można byłoby nazwać bardziej odpowiednimi dla wykorzystania metody szwajcarskiej.

Metody niemiecka i szwajcarska, mimo że powszechnie stosowane, nie mają potwierdzenia empirycznego w warunkach gospodarek wschodzących. Metody te nie były także weryfikowane w okresie wysokiej niepewności na rynku. Trudno jest także rzetelnie uzasadnić ich stosowanie w procesie wyceny polskich przedsiębiorstw. W oparciu o te wątpliwości została opracowana nowa metoda mieszana oparta na wartości majątku i reputacji. Wartość przedsiębiorstwa metodą polską można zapisać następującym wzorem:

$$WP_P = 0,4 \cdot WP_M + 0,6 \cdot WP_D \quad \text{lub} \quad WP_P = \frac{WP_M + 1,5 \cdot WP_D}{2,5}$$

gdzie:

WP_P – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą polską,

WP_M – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą majątkową,

WP_D – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą dochodową.

Zastosowanie prezentowanej metody umożliwi ograniczenie rozbieżności między wartością wyników szacunków wartości metodą berlińską i metodą szwajcarską. Wartość oszacowana metodą dochodową w metodzie polskiej ma o 50% wyższą wagę niż wartość wynikająca z oszacowania metodą majątkową. Prezentowana metoda nie traktuje zatem wyników szacunków metodą majątkową i dochodową w takim samym stopniu (jak to się dzieje w przypadku metody berlińskiej) oraz nie umożliwi przypisanie metodzie dochodowej dwukrotnie wyższego znaczenia (jak to ma miejsce w metodzie szwajcarskiej). Na tej podstawie można stwierdzić, że wypełnia ona lukę między metodą berlińską i metodą szwajcarską¹⁵⁸.

3.3.2. Metody wyceny z zyskiem dodatkowym

Metody oparte na aktywach i stopie pomnażania wartości bazują na wartości majątku powiększonej o wartość reputacji, wyliczonej poprzez skapitalizowanie zysku dodatkowego, co można zapisać wzorem:

$$WP_R = WP_M + W_R$$

gdzie:

WP_R – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą uwzględniającą wartość reputacji,

W_R – wartość reputacji (goodwill).

158 Por. Paździor A., *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*, Difin, Warszawa 2013, s. 168-186.

Podstawę wyliczenia wartości reputacji stanowi zysk dodatkowy rozumiany jako nadwyżka faktycznie zrealizowanego wyniku finansowego nad wynikiem otrzymanym na skutek osiągnięcia poziomu rentowności, opowiadającemu kosztowi kapitału finansującego aktywa spółki. Generowanie zysku dodatkowego to proces charakterystyczny dla dobrze zarządzanych spółek, funkcjonujących w korzystnych warunkach rynkowych. W teorii zakłada się, że w dłuższym okresie zdolność firmy do generowania zysku ekonomicznego będzie zanikała. Do określenia wartości reputacji wykorzystuje się metodę mnożnika zysku. Metoda ta opiera się na założeniu, że dodatkowy zysk będzie osiągany przez ściśle określoną liczbę lat. Wartość reputacji w tej metodzie szacuje się według następującej formuły:

$$W_R = n \cdot (Z_r - k_k \cdot WP_M)$$

gdzie:

W_R – wartość reputacji (goodwill),

n – liczba lat występowania zysku dodatkowego w przyszłości,

Z_r – standardowy (średnioroczny) zysk netto,

k_k – koszt kapitału.

Problemem, jaki może pojawić się przy szacowaniu wartości reputacji, w tym przypadku, jest określenie kosztu kapitału oraz liczby lat, przez które przedsiębiorstwo będzie osiągało zysk dodatkowy.

Kolejną metodą wyceny, opartą na zysku dodatkowym, jest metoda stuttgarcka. W metodzie tej, zakłada się, że okres występowania zysku dodatkowego (sadyzku) wynosi na ogół 5 lat. Wartość reputacji ustalona metodą stuttgarcką szacuje się następująco:

$$W_R = \frac{5 \cdot k_k}{1 + 5 \cdot k_k} \cdot (WP_D - WP_M)$$

Ostatnią z metod opartych na zysku dodatkowym jest metoda UEC, która wzięła swoją nazwę od komisji ekspertów Unii Europejskiej. Według tej metody, zwanej również metodą anglosaską, wartość reputacji wyznacza się według wzoru:

$$W_R = \left[1 - \left(\frac{1}{1 + k_k} \right)^n \right] \cdot (WP_D - WP_M)$$

Wartość spółki oszacowana z wykorzystaniem każdej z metod opartych na zysku dodatkowym, jest w dużej mierze uzależniona od długości okresu, w którym spółka będzie osiągała wartość dodaną oraz od oczekiwanej stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału. Wystarczy zaznaczyć, że nawet niewielkie zmiany stopy dyskontowej mogą spowodować znaczące zmiany wartości spółki.

3.4. Metody porównawcze

Metody porównawcze opierają się one na założeniu, że wartość spółki (przedsiębiorstwa) jest równa cenie jaką uzyskano w zrealizowanej sprzedaży podobnego podmiotu gospodarczego. Nierzadko zdarza się bowiem, że wyniki wyceny przeprowadzonej, wcześniej zaprezentowanymi metodami znacząco odbiegają od wartości przedsiębiorstwa, działającego w tej samej branży i charakteryzującego się podobną kondycją finansową. Jeżeli nie można znaleźć żadnego uzasadnienia na występowanie tych rozbieżności, konieczne wydaje się odniesienie do cen podobnych spółek, które w niedalekiej przeszłości były przedmiotem sprzedaży. Mało prawdopodobne jest, że analizowana spółka charakteryzuje się, niespotykaną w żadnym innym podmiocie z branży, zdolnością do generowania dochodów, czy też długością okresu osiągania ponadprzeciętnych zysków. W takich przypadkach pomocne mogą być metody porównawcze (mnożnikowe¹⁵⁹) wyceny przedsiębiorstw, spośród których najbardziej znane to metody oparte na wskaźnikach cena/zysk, cena/wartość księgową oraz cena/przychody.

Wartość spółki oszacowana metodą mnożnikową jest iloczynem mnożnika i podstawy odniesienia¹⁶⁰:

$$WP_p = m \cdot X$$

gdzie:

WP_p – wartość przedsiębiorstwa wyznaczona metodą porównań rynkowych,
 m – mnożnik (implikator) wyrażający relację wartości do podstawy odniesienia,
 X – podstawa odniesienia.

Prawidłowo przeprowadzona wycena metodą mnożnikową powinna zawierać szereg procedur, których spełnienie warunkuje wiarygodność otrzymanych wyników. Szacowanie wartości przedsiębiorstwa tą metodą polega na:

1. wybraniu porównywalnych firm,
2. wybraniu baz porównawczych,
3. obliczeniu średniej branżowej,
4. sporządzaniu prognozy wartości podstaw odniesienia dla wycenianej firmy,
5. właściwej wycenie firmy.

Każdy z tych etapów szacowania wartości spółki można uznać za istotnie kształtujący końcowy rezultat. Dlatego, do każdego z nich należy podchodzić z należytą ostrożnością.

Przy wyborze porównywalnych spółek można posługiwać się takimi kryteriami jak: klasyfikacja branżowa, rozmiary prowadzonej działalności, stosowane techno-

¹⁵⁹ Do metod porównawczych zalicza się, poza metodami mnożnikowymi, również metodę transakcji porównywalnych. Jest to jednak metoda niezwykle rzadko stosowana w praktyce wyceny przedsiębiorstw.

¹⁶⁰ Por. Janik W., *Zarządzanie...* op. cit., s. 221

logie, struktura odbiorców, poziom zadłużenia itp. Bazy porównawcze (najlepiej, jak jest ich kilka) należy dobierać dla każdej branży odrębnie. Średnia wartość mnożnika dla spółek z tej samej branży pozwala na minimalizację wpływu indywidualnych cech pojedynczych spółek na wynik procesu wyceny. Prognozę wartości podstaw odniesienia sporządza się po to, by ograniczyć wpływ danych historycznych. Dzięki poprawnie przeprowadzonej predykcji uwzględnia się w wycenie danej spółki nie tylko jej historię, lecz przede wszystkim długookresowe perspektywy jej rozwoju. Ostatni etap wyceny – wycena właściwa, polega na pomnożeniu mnożników porównywalnych spółek przez prognozowane parametry wycenianej spółki. Etap ten powinien zawierać analizę, pozwalającą na wyjaśnienie ewentualnych różnic w wartościach oszacowanych przy zastosowaniu różnych mnożników¹⁶¹.

W praktyce polskich spółek często zdarza się, że wycena przeprowadzona metodą mnożnikową nie uwzględnia prognozy sytuacji finansowej wycenianych jednostek i bazuje wyłącznie na danych historycznych. Takie uproszczenie sprawia, że na wartość spółek wpływają dane, które nierzadko mają niewiele wspólnego z teraźniejszością oraz przyszłością wycenianego podmiotu gospodarczego. Ponadto, wynik wyceny bywa korygowany z tytułu aktualnych trendów rynkowych. Jest to typowa sytuacja dla spółek giełdowych. Wtedy, w przypadku bardzo silnych wahań cen rynkowych akcji, istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że oszacowana wartość może mieć niewielki związek z kondycją finansową spółki. Taka sytuacja powstanie wówczas, kiedy wahania cen rynkowych akcji spowodowane będą, w dużej mierze, psychologią giełdy.

3.5. Mierniki kreacji wartości przedsiębiorstwa

3.5.1. Ekonomiczna wartość dodana

Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa nie zawsze musi oznaczać jej kreację, czyli osiągnięcie stopy zwrotu z zaangażowanego kapitału wyższej niż koszt jego pozyskania i wykorzystania. Kreację wartości można zatem w pewnym stopniu utożsamiać z oceną efektywności ekonomicznej inwestycji finansowej z określonych źródeł. Zależność między zaktualizowaną wartością netto (NPV – Net Present Value) a kreacją wartości można zatem zobrazować w następujący sposób:

NPV<0	NPV=0	NPV>0
Konsumpcja wartości	Utrzymanie status quo	Kreacja wartości

161 Por. Benninga S.Z., Sarig O.H., *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 351-356

Najbardziej rozpoznawalnym miernikiem kreacji wartości jest ekonomiczna wartość dodana (*EVA – Economic Value Added*). *EVA* bazuje na koncepcji dochodu rezydualnego, w świetle której wysokość dochodu osiąganego przez przedsiębiorstwo powinna rekompensować ponoszone ryzyko.

Ekonomiczną wartość dodaną można oszacować według następującej formuły¹⁶²:

$$EVA = NOPAT' - WACC \cdot IC'$$

gdzie:

NOPAT' – [*Net Operating Profit After Taxes*] skorygowany zysk operacyjny po opodatkowaniu podatkiem dochodowym,

WACC – średni, ważony koszt kapitału,

IC' – skorygowana wartość zainwestowanego kapitału.

Jeżeli zysk operacyjny jest wyższy od wymaganej stopy zwrotu uwzględniającej ryzyko, dochód rezydualny przyjmuje wartość dodatnią. Koncepcja dochodu rezydualnego ma na celu wyeliminowanie wad zysku księgowego. W księgowym rachunku zysków i strat wynik finansowy koryguje się o wartość odsetek od kapitałów obcych, jednak zupełnie pomija się koszt kapitału własnego uznając, iż akcje nie wiążą się z żadnym kosztem¹⁶³. Dlatego zdarzają się sytuacje, kiedy spółki rentowne (z księgowego punktu widzenia) nie zwiększają swojej wartości rynkowej.

EVA jest rozwiązaniem wykorzystywanym w procesie wyceny i okresowego pomiaru wyników oraz przy tworzeniu programów motywacyjnych dla kadry zarządzającej¹⁶⁴. Jest koncepcją opartą na odpowiednim połączeniu czynników organizacyjnych i finansowych. Przy jej szacowaniu wychodzi się z założenia, że wzrost efektywności pracy spółki znajdujący odzwierciedlenie we wzroście wartości nie jest możliwy bez systematycznego doskonalenia organizacji i zarządzania, ze szczególnym uwzględnieniem integracji trzech podstawowych obszarów – wyceny, pomiaru okresowych wyników oraz programu motywacyjnego¹⁶⁵.

Ekonomiczna wartość dodana, podobnie jak inne koncepcje, nie jest pozbawiona wad. Podstawowym mankamentem *EVA* jest mnogość sposobów jej kalkulacji, które wynikają z konieczności dokonywania różnych (ponad 160) korekt wyniku księgowego. Oznacza to, że wdrażając system ekonomicznej wartości dodanej nie można sobie pozwolić na stosowanie gotowych wzorców¹⁶⁶.

162 Opracowanie własne na podstawie: Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 32

163 Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. IX.

164 Mikołajek-Gocejna M., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA)* ...op. cit., s. 122.

165 Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie...*op. cit., s. 79.

166 Ibidem, s. 135

3.5.2. Rynkowa wartość dodana

Rynkową wartość dodaną (*MVA – Market Value Added*) można określić mianem premii dodawanej na rynku do zainwestowanego kapitału¹⁶⁷. Uwzględniając jedno z podstawowych założeń analizy technicznej: „rynek dyskontuje wszystko”¹⁶⁸, można skonstatować, iż rynkowa wartość dodana odzwierciedla nastawienie inwestorów wobec perspektyw rozwoju spółki. Wartość księgową spółki, czy też wartość księgową jej majątku, to koncepcje oparte na danych retrospektywnych. Wartość rynkowa związana jest natomiast z przyszłością spółki. Jest ona rezultatem wyceny przyszłych korzyści, których oczekuje inwestor. Jeżeli zatem wartość rynkowa spółki przewyższa wartość księgową jej majątku, oznacza to, że inwestorzy z nadzieją patrzą na przyszłość podmiotu gospodarczego i już dzisiaj starają się wyprzedzić reakcje innych graczy (inwestorów) na korzystne raporty finansowe oraz perspektywy rozwojowe branży¹⁶⁹.

Rynkową wartość dodaną można oszacować następująco¹⁷⁰:

$$MVA = MV - BV$$

gdzie:

MVA – [*Market Value Added*] rynkowa wartość dodana,

MV – rynkowa wartość spółki,

BV – księgową wartość kapitału własnego spółki.

Rynkowa wartość dodana jest skutecznym narzędziem do monitorowania efektywności zmian jakościowych (poprawa jakości obsługi, produktu). Jednakże może ona ulegać pewnym zniekształceniom będących rezultatem zdarzeń niezależnych od spółki (np. zmiana koniunktury na rynku akcji, niestabilna polityka monetarna, itp.). Ponadto, wahania rynkowej wartości dodanej mogą być skutkiem nieodpowiedniego kolportowania niektórych informacji, bądź też celowych działań silnych inwestorów lub ich grup¹⁷¹.

Rynkowa wartość dodana, podobnie jak ekonomiczna wartość dodana, nie jest miernikiem doskonałym. Jedną z najistotniejszych jej wad jest fakt, iż nie można dzięki niej uzyskać odpowiedzi na pytanie, czy wzrost wartości spółki jest

167 Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie...*op. cit., s. 90.

168 Murphy J.J., *Analiza techniczna...*op. cit., s. 2.

169 Koncepcja rynkowej wartości dodanej jest w pewnym sensie zbliżona do wartości zaktualizowanej netto. Zasadnicza różnica polega jednak na ujęciu czasowym prognoz. Na podstawie wieloletnich badań przeprowadzonych na rynkach giełdowych zauważono, iż obecna wartość akcji spółki dyskontuje zjawiska, zarówno o charakterze makro- jak i mikroekonomicznym, które mogą się wydarzyć w przeciągu najbliższych 6-9 miesięcy. W przypadku NPV prognozy obejmują najczęściej okres kilku lat (5-10).

170 Por. Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie...*op. cit., s. 34

171 Wrzosek S., *Decyzje strategiczne i bieżące a wartość przedsiębiorstwa*, w: Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe NOVUM sp. z o.o., Płock – Łódź 2001, s. 28.

satisfakcjonujący z punktu widzenia właścicieli. W literaturze przedmiotu spotkać można jeszcze wiele innych mankamentów rynkowej wartości dodanej (m.in. brak informacji odnośnie wypłaty dywidend na rzecz właścicieli), co powoduje, że nie można tego miernika traktować jako ostatecznego testera kreacji wartości spółki.

3.5.3. Wartość dodana dla akcjonariuszy

Przy kalkulacji wartości dodanej dla akcjonariuszy (*SVA – Shareholder Value Addend*) uwzględniane jest założenie, że zmiany wartości spółki są zawsze rezultatem decyzji strategicznych. „Sterowanie przedsiębiorstwem zorientowanym na wartość oznacza więc mocniejsze zaangażowanie składników strategicznych w procesie planowania”¹⁷².

Podstawę szacowania wartości tego miernika stanowią prognozowane, przyszłe wolne strumienie pieniężne (*FCF*). W prognozie tych strumieni uwzględnia się przewidywane przychody i koszty operacyjne bez amortyzacji, zmiany w kapitale obrotowym, wydatki inwestycyjne i zmiany w poziomie zadłużenia długoterminowego. Jeżeli suma wpływów jest wyższa niż suma wydatków, wówczas powstaje nadwyżka środków płatniczych, określana jako *Free Cash Flow*.

Wartość dodaną dla akcjonariuszy można wyliczyć według wzoru¹⁷³:

$$SVA = \frac{\Delta NOPAT}{WACC} - \left(\frac{\Delta I}{(1 + WACC)^{i-1}} \right)$$

gdzie:

ΔI – dodatkowe inwestycje w majątek trwały i obrotowy.

Ta kategoria wartości uznawana jest przez ekonomistów za jedną z najskuteczniejszych metod szacowania wartości spółki¹⁷⁴. Ponadto, jak zauważa M. Mikołajek, niemały wpływ na przyjęcie tego miernika ma fakt, iż spółki nie kreujące wartości dla akcjonariuszy mają trudności w pozyskiwaniu kapitału¹⁷⁵.

Pomimo wielu zalet metoda *SVA* posiada również wady, z których najistotniejszą jest problem z ustalaniem i prognozowaniem strumieni pieniężnych. W przeciwieństwie do stopy zwrotu, wartość dla akcjonariuszy nie jest wyrażona w ujęciu procentowym, co może stwarzać pewne komplikacje związane z jej interpretacją. Kontrowersje odnośnie stosowania tego miernika w praktyce może wzbudzać fakt, że w przypadku ponoszenia wysokich wydatków inwestycyjnych spółka nie będzie kreowała wartości dodanej dla akcjonariuszy. Natomiast plany rozwojowe

172 Hauser M., *Gospodarka przedsiębiorstwa...*op. cit., s. V.

173 Ibidem, s. 142

174 Ibidem, s. X-XI.

175 Ibidem, s. 146.

podmiotu mogą być pozytywnie odebrane przez inwestorów, co może wpłynąć na wzrost cen akcji spółki.

3.5.4. Gotówkowa stopa zwrotu z inwestycji

Kolejną miarą kreacji wartości jest stopa zwrotu z inwestycji oparta na przepływach pieniężnych (*CFROI – Cash Flow Return on Investemnt*). Miernik ten, zaproponowany przez *Boston Consulting Group*, stanowi wyrażoną procentowo stopę zwrotu z inwestycji. Jest zatem miarą zbliżoną do wewnętrznej stopy zwrotu (*IRR*). Szacowanie *CFROI* sprowadza się do dwóch etapów: sporządzenia prognozy przepływów pieniężnych oraz ich dyskontowania. Formułę na kalkulację omawianego wskaźnika można przedstawić następująco¹⁷⁶:

$$GI = \sum_{i=1}^n \frac{GCF}{(1 + CFROI)^i}$$

gdzie:

CFROI – stopa zwrotu z inwestycji oparta na przepływach pieniężnych

GI – inwestycje brutto ustalane jako: suma wartości aktywów, zakumulowanej amortyzacji, aktywów pozabilansowych, pomniejszona o nieoprocentowane zobowiązania krótkoterminowe i uwzględniająca inflację

GCF – przepływy pieniężne brutto ustalone jako suma zysku netto, amortyzacji, zapłaconych odsetek, wydatków związanych z dzierżawami i czynszami (np. za leasing operacyjny), skorygowana odpowiednio o skutki wyceny zapasów według metody FIFO i o inflację

n – okres ekonomicznego życia inwestycji, który w tym przypadku jest ustalany przez podzielenie średniej wartości aktywów trwałych brutto przez amortyzację.

Miernik *CFROI* jest zatem ściśle uzależniony od realnego zwrotu z inwestycji i dlatego można go uznać za bardzo dobrą miarę tego zwrotu. Może on być wykorzystany do oceny zarówno całego przedsiębiorstwa, jak i wyodrębnionych ośrodków odpowiedzialności. Wymaga on jednak pewnych szacunkowych ustaleń, które powodują, że nie może on być obliczony w sposób idealnie obiektywny¹⁷⁷. Poza tym, proces jego kalkulacji jest złożonym, przez co relatywnie rzadko wykorzystywany w praktyce gospodarczej.

176 Por. Karmańska A., *Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej*, Difin, Warszawa 2009, s. 117.

177 Ibidem, s. 118.

3.5.5. Całkowity zwrot dla akcjonariuszy

Znacznie prostszym miernikiem, stanowiącym uzupełnienie stopy zwrotu z inwestycji opartej na przepływach pieniężnych, jest całkowity zwrot dla akcjonariuszy (*TSR – Total Shareholder Return*). Miernik ten, także opracowany przez Boston Consulting Group, jest dobrze znaną formułą wyznaczania stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek. W mierniku tym zysk z inwestycji traktowany jest dwójako: uwzględniając motyw spekulacyjny oraz inwestycyjny (fundamentalny). TSR jest zatem miernikiem, przy kalkulacji którego uwzględnia się zarówno zmianę cen akcji w czasie, jak i wypłacane na rzecz akcjonariuszy dywidendy. Wskaźnik ten oblicza się według wzoru¹⁷⁸:

$$TSR = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

gdzie:

TSR – całkowity zwrot dla akcjonariuszy,

P_t – cena akcji w okresie t ,

P_{t-1} – cena akcji w okresie $t-1$,

D_t – dywidenda przypadająca na jedną akcję wypłacona w okresie t .

TSR uwzględnia wszelkie decyzje menedżerskie, których skutki są odzwierciedlone w zmianach cen rynkowych akcji spółek przez nich zarządzanych. Z uwagi na prostą konstrukcję można go traktować jako jeden z najbardziej zagregowanych mierników kreacji wartości dla akcjonariuszy. Z uwagi na prostą konstrukcję może on być jednak stosowany wyłącznie do oceny działalności na poziomie całego przedsiębiorstwa¹⁷⁹. Jednym z głównych mankamentów tego miernika jest traktowanie hipotezy o rynkach efektywnych jako potwierdzonej. Tymczasem najnowsze badania sugerują, że rynki kapitałowe nie są doskonałe, a ceny rynkowe akcji podlegają błędzeniu przypadkowemu. Dzieje się tak m.in. z powodu nieracjonalnych zachowań inwestorów, skłonnych do działań ryzykownych, których immanentną cechą jest m.in.:

- nadmierna pewność własnej wiedzy i umiejętności, złudzenie kontroli (nieuprawnione przekonanie o możliwości wpływu na przebieg zjawisk, które są w rzeczywistości niezależne od obserwatora)
- nadmierny optymizm (nierealistyczne przekonanie o pozytywnym przebiegu zdarzeń oraz niedostrzeganie różnicy między prawdopodobieństwem sukcesu (porażki) a wartością oczekiwaną)
- efekt myślenia wstecznego (przekonanie, że można było przewidzieć zaistniały przebieg bieg wypadków oraz zapominanie o błędnych predykcjach)

178 Por. Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 170-171.

179 Por. Karmańska A., *Wartość ekonomiczna...*op. cit., s. 119-120.

- heurystyka dostępności (im łatwiejszy dostęp w pamięci do pewnego zdarzenia, tym bardziej prawdopodobne wydaje się zaistnienie tego zjawiska)
- heurystyka afektu (w sytuacji szybkiej oceny i błyskawicznej decyzji rozstrzygnięcie następuje na podstawie uogólnienia jednej cechy obiektu)

Istotnym zagrożeniem jest również fakt, iż spółki mogą manipulować wynikami finansowymi w celu poprawy wizerunku swojej firmy w oczach inwestorów, spośród których liczna grupa i tak nie jest w stanie właściwie zinterpretować dokumentów sporządzonych przez analityków rynku kapitałowego¹⁸⁰.

Na podstawie coraz popularniejszego paradygmatu o nieracjonalności zachowań inwestorów, wynikających z badań z obszaru finansów behawioralnych, można dojść do wniosku, że zaprezentowane mierniki kreacji wartości (w szczególności *MVA* i *TSR*) mają ograniczone zastosowanie. Interpretacja pozostałych mierników kreacji wartości także może prowadzić do niejednoznacznych konkluzji, zaś ich kalkulacja jest obciążona wysokim stopniem subiektywizmu. Zarówno założenia przyjmowane przy obliczaniu wartości, jak również szereg korekt dokonywanych przy szacowaniu ekonomicznej wartości dodanej, opartych jest na, w dużej mierze, na osobistym poglądzie wyceniających. W tej sytuacji można wyrazić przekonanie, iż najbardziej obiektywnym miernikiem wartości spółki giełdowej jest wartość kapitalizacji rynkowej. Natomiast równie nieskomplikowanym w obliczeniu oraz charakteryzującym się wysoką wiarygodnością miernikiem zmian wartości spółek wydaje się być rynkowa stopa zwrotu, zwłaszcza w odniesieniu do kapitału tworzącego wartość.

Omówione wskaźniki nie wyczerpują całej gamy miar, które dałby się wykorzystać w analizie bilansu majątkowego gospodarstwa domowego. Można by także poddać analizie, wzorem bilansu przedsiębiorstw jeszcze inne wskaźniki. Trzeba jednak zaznaczyć daleko idące upodobnienie analizy bilansu majątkowego gospodarstwa domowego do analizy przedsiębiorstwa nie jest zasadne. Wynika to nie tylko z odmienności natury aktywów i pasywów tych podmiotów, ale przede wszystkim ze znacznych różnic ich funkcji celu¹⁸¹.

180 Por. Borowski K., *Finanse behawioralne. Modele*, Difin, Warszawa 2014, s. 29-30.

181 Bywalec Cz., *Ekonomika* *op.cit.*, s.44.

4. Wycena wartości kapitału intelektualnego

4.1. Klasyfikacja metod wyceny kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa

Zarządzanie kapitałem intelektualnym i ocena jego skutków nie jest możliwa bez jego pomiaru. Pomiar ten jest zadaniem trudnym. Kapitał intelektualny przedsiębiorstwa jest ściśle powiązany z rodzajem działalności, środowiskiem biznesowym oraz z historią i kulturą danej organizacji. Jest kategorią wysoce zindywidualizowaną. Być może, nigdy nie zostanie stworzony uniwersalny model czy technika do wyceny tego kapitału.

W literaturze przedmiotu oraz w praktyce wielu przedsiębiorstw podejmowane są liczne próby określenia wartości tego kapitału. Domagają się tego inwestorzy oraz zarządy spółek kapitałowych. Dotychczas podejmowane przez nich decyzje nie uwzględniały lub też intuicyjnie szacowały skutki kapitału intelektualnego. Brak wiarygodnej wyceny tego kapitału powoduje, że decyzje na rynkach kapitałowych są szczególnie narażone na różnego rodzaju spekulacje. Dotyczy to w szczególności przedsiębiorstw wiedzochłonnych. Świadczą o tym chociażby wysokie zmiany cen akcji spółek internetowych, które przez okres ok. trzech lat szybko rosły, natomiast w styczniu 2001 gwałtownie spadły. Wzrost cen w tym przypadku był oparty na zbyt optymistycznych prognozach rozwoju i praktycznego wykorzystania nowych technologii.

Rezultatem dotychczasowych poszukiwań są propozycje wielu metod pomiaru kapitału intelektualnego¹⁸². Zdaniem T. A. Stewarta metody te powinny spełniać trzy warunki¹⁸³: być proste, powinny mierzyć to co jest istotne z punktu widzenia strategii przedsiębiorstwa oraz mierzyć działania kreujące kapitał intelektualny. Proponowane w literaturze metody są bardzo zróżnicowane. W celu dokonania przeglądu tych metod podzielono je według dwóch kryteriów: kryterium zakresu pomiaru kapitału intelektualnego oraz kryterium rodzaju stosowanych miar.

182 Por: B. Kaczmarek, *Wybrane elementy wartości niematerialnych i prawnych i próba ich wyceny*, w: D. Zarzecki (red), *Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw, t. I*, wyd. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006, s.46

183 Por: Stewart T. A., *Intellectual capital. The New Wealth of Organizations*, Nicholas Brealey Publishing Limited, Great Britain 2003, s.30

Wg kryteriom zakresu wyodrębniono dwie grupy metod. Pierwsza grupa dotyczy mierzenia kapitału intelektualnego jako całości, bez określania wartości poszczególnych składników tego kapitału. Metody te można nazwać syntetycznymi¹⁸⁴. Druga grupa metod odnosi się do pomiaru każdego składnika kapitału intelektualnego i można je nazwać metodami analitycznymi.

Według kryteriom charakteru miar wydzielono również dwie grupy metod: metody wykorzystujące miary jakościowe i metody oparte na miarach ilościowych. Miary jakościowe służą do opisu poszczególnych elementów rodzajów kapitału intelektualnego (np. rodzaje baz danych, zawód zatrudnionych pracowników, itp.). Miary ilościowe pozwalają natomiast badać dynamikę zmian poszczególnych elementów i zależności między nimi. Miary te T. Dudycz, podobnie jak S. Harrisom i P. H. Sullivan Sr, dzieli na informatory i wektory¹⁸⁵. Informatory to na ogół pewien zespół mierników szczegółowych (np. roczna sprzedaż przypadająca na jednego klienta lub pracownika), przy pomocy których opisuje się pośrednio dany rodzaj kapitału intelektualnego oraz zachodzące w nim zmiany. Wektory natomiast pozwalają bezpośrednio ocenić wartość kapitału intelektualnego oraz zbadać kierunki zmian w tej wartości (np. różnica między wartością rynkową przedsiębiorstwa oraz jego wartością księgową).

Ilościowe mierniki kapitału intelektualnego można jeszcze podzielić się na miary finansowe i niefinansowe. Miary finansowe pozwalają na ocenę zarówno wartości kapitału intelektualnego, jak również mogą być wykorzystane do oceny zarządzania kapitałem intelektualnym. Miary niefinansowe z kolei umożliwiają dokładniejsze rozpoznanie przyczyn zmian w wartości przedsiębiorstw i ewentualne wskazanie głównych źródeł kreowania lub niszczenia wartości.

Tabela 4.1. *Klasyfikacja metod pomiaru kapitału intelektualnego*

MIARY	Syntetyczne	ANALITYCZNE
finansowe	<ul style="list-style-type: none"> - różnica między wartością rynkową i księgową - wskaźnik <i>q</i> Tobina, - skalkulowana wartość niematerialna (CIV- Calculated Value Intangible), - zysk z kapitału wiedzy (KCE – Knowledge Capital Earnings), - wartość dodana kapitału intelektualnego (VAIC – Value Added Intellectual Coefficient) 	<ul style="list-style-type: none"> - Koszty szkoleń pracowników, - Zysk lub przychody na jednego pracownika, - Wydatki na badania i rozwój, - Koszty administracyjne/całkowite przychody, - Wartość dodana kapitału ludzkiego, - Koszty serwisu/liczbę klientów, - Koszty promocji na klienta.

184 Por: Skoczylas W., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 100

185 Dudycz T., *Zarządzanie wartością ... op. cit.*, s. 224 oraz Harrison S., P. H. Sullivan Sr, *Profiting from Intellectual Capital. Learning from Leading Companies*, "Journal of Intellectual Capital" 1/2000, s.11

MIARY	Syntetyczne	ANALITYCZNE
NIEFINANSOWE	- indeks tworzenia wartości (VCI)	- udział w rynku, - rotacja pracowników, - liczba godzin szkoleń, - liczba nowych klientów, - rating klientów, - liczba patentów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005, ss. 225 – 234, Edvinsson L., Malone S. M., *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001, ss. 83 – 91, J. Fitz-enz, *Rentowność inwestycji w kapitał ludzki*, Oficyna ekonomiczna, Kraków 2001, s. 57, Skoczylas W., *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, ss. 101 – 110 (Z uwagi na bardzo dużą liczbę mierników analitycznych w tej tabeli podano jedynie przykładowe mierniki)

4.2. Metody syntetyczne

Najprostszą syntetyczną metodą pomiaru kapitału intelektualnego jest określenie różnicy między wartością rynkową przedsiębiorstwa (spółki) a jego wartością księgową¹⁸⁶. Metoda ta oparta jest na założeniu, że cena rynkowa akcji zawsze odzwierciedla realną wartość przedsiębiorstwa, że nie mają na nią wpływu czynniki przypadkowe. Tymczasem w praktyce, na co zwrócono uwagę w poprzednim podpunkcie, zdarzają się sytuacje niedoszacowania lub przeszacowania wartości przedsiębiorstw. Słabością tej metody jest wysoka wrażliwość wartości kapitału intelektualnego na zmiany zachodzące w otoczeniu (np. deregulacja rynku). To ogranicza, mimo jej prostoty, powszechne jej wykorzystanie do pomiaru kapitału intelektualnego.

Warto zwrócić uwagę także na wskaźnik q Tobina¹⁸⁷, który jest relacją wartości rynkowej zasobu do kosztu jego odtworzenia. Gdy koszty odtworzenia aktywów przedsiębiorstwa są niższe od wartości rynkowej przedsiębiorstwa, wówczas inwestorzy (właściciele) osiągają wyższy niż normalny poziom zwrotu z zaangażowanych kapitałów. Wskaźnik ten spełnia dwa pierwsze kryteria zaproponowane przez T. A. Stewarda. Jego konstrukcja jest prosta, aczkolwiek określenie wartości odtworzeniowej aktywów jest pracochłonne i czasochłonne. Wskaźnik ten pozwala na określenie wartości dodanej dzięki kapitałowi intelektualnemu. Trzeba jednak pamiętać, że podobnie jak w poprzedniej metodzie, na wynik pomiaru wpływają wahania cen akcji powodowane czynnikami doraźnymi (przypadkowymi). Mimo to, wskaźnik ten może być wykorzystywany do analizy kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwach tej samej branży, funkcjonujących na podobnych

¹⁸⁶ Por: Stewart T. A., *Intellectual capital ... op. cit.*, s. 224

¹⁸⁷ Bonis N., *Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellectual capital*, http://business.queensu.ca/kbe/frameworkpapers/framework/fp_00-01.pdf

rynkach, posiadających podobne aktywa materialne. Ponadto, badanie dynamiki tego wskaźnika pozwalają na obserwację zmian w kapitale intelektualnym danego przedsiębiorstwa. Systematyczny wzrost wartości tego wskaźnika świadczy o rosnącej roli kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości dla właścicieli, zaś spadek jego wartości świadczy o pogarszającej się efektywności aktywów niematerialnych. Nie można jednak przy jego pomocy zmierzyć działań kreujących kapitał intelektualny.

Kolejnym wskaźnikiem syntetycznego pomiaru kapitału intelektualnego jest skalkulowana wartość niematerialna (CIV). Jest ona określana w wyniku porównania średniej (z trzech lat) stopy zwrotu z aktywów spółki ze średnią stopą zwrotu z aktywów w danej branży (sektorze)¹⁸⁸. Procedura tego pomiaru składa się z siedmiu etapów.

1. Określenie średniorocznej wartości zysku przed opodatkowaniem z okresu trzech do pięciu lat. Obliczenia te dotyczą badanego przedsiębiorstwa oraz sektora, do którego to przedsiębiorstwo należy.
2. Określenie średniej wartości aktywów materialnych dla badanego przedsiębiorstwa i sektora do którego należy. Okres badawczy obejmuje taką samą liczbę lat jak w przypadku zysku przed opodatkowaniem.
3. Obliczenie średnich stóp zwrotu z aktywów przedsiębiorstwa i całego sektora. Podstawę do określenia tych stóp stanowi średnioroczny zysk przed opodatkowaniem wyliczony w pierwszym etapie kalkulacji.
4. Ustalenie nadwyżki zysku przed opodatkowaniem badanego przedsiębiorstwa nad poziomem wynikającym ze średniej stopy zwrotu z aktywów. W tym celu od średniorocznego zysku przed opodatkowaniem odejmuje się iloczyn średniorocznych aktywów przedsiębiorstwa i średniej w sektorze stopy zwrotu z aktywów.
5. Określenie wysokości premii intelektualnej. Jest ona różnicą między nadwyżką ustaloną w poprzednim (czwartym etapie) a podatkiem dochodowym należnym od tej nadwyżki, obliczonym według stopy podatkowej danego kraju.

W celu ustalenia wartości bieżącej tej premii kalkuluje się średnioważony koszt kapitału dla przedsiębiorstwa lub dla sektora. Wartość ta określana jest metodą renty wieczystej, poprzez podzielenie wartości nominalnej premii intelektualnej przez średnioważony koszt kapitału.

Pomiar kapitału intelektualnego tą metodą opiera się na wiarygodnych informacjach księgowych. Jego podstawą są wartości wykorzystywane w analizie fundamentalnej. Nie mają na nie wpływu spekulacyjne zachowania inwestorów giełdowych. Jest metodą niezbyt skomplikowaną, jednakże nie znajduje w niej pełnego odzwierciedlenia realizowana przez przedsiębiorstwo strategia (pomiar

¹⁸⁸ Por: Kicińska M., *Światowe standardy wyceny kapitału intelektualnego*, w: Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 204

odbywa się na podstawie wartości historycznych, które nie muszą być związane z aktualnie realizowaną strategią). Podobnie jak poprzednie dwie metody, nie można bezpośrednio oszacować wartości powstałej dzięki zastosowaniu poszczególnych składników kapitału intelektualnego. Metoda ta może być wykorzystana do badania konkurencyjności przedsiębiorstwa w ramach branży (sektora), jak również do obserwacji dynamiki kapitału intelektualnego w konkretnych przedsiębiorstwach.

Innym sposobem pomiaru kapitału intelektualnego, należącym do metod syntetycznych jest zysk z kapitału wiedzy (KCE). Jest to metoda opracowana przez B. Leva¹⁸⁹. Opiera się ona na założeniu, że kapitał intelektualny jako taki nie wytwarza żadnej wartości. Jedynie dzięki jego wykorzystaniu wzrasta produktywność zasobów materialnych i finansowych. Dlatego chcąc zmierzyć ten kapitał trzeba odpowiednio podzielić otrzymywane przez przedsiębiorstwo korzyści między trzy podstawowe zasoby (materialne, finansowe i wiedzy)¹⁹⁰. Procedura obliczeniowa składa się z trzech etapów.

W etapie pierwszym ustala się średnioroczny poziom zysku znormalizowanego. Jest to zysk netto skorygowany o wynik ze zdarzeń nadzwyczajnych. Liczony jest on jako wartość średnia z trzech lub pięciu lat poprzednich (historycznych) i następnym (prognozowanych).

W etapie następnym oblicza się wielkość zysku z aktywów materialnych i finansowych. Zysk ten jest skalkulowany jako iloczyn wartości księgowej tych aktywów i odpowiedniej stopy zwrotu, mierzonej zyskiem netto. Stopa ta powinna odzwierciedlać aktualną sytuację rynkową branży oraz aktualną sytuację finansową przedsiębiorstwa. Autor tej metody, analizując sytuację wybranej grupy przedsiębiorstw funkcjonujących na rynkach światowych ustalił średnią stopę zwrotu z aktywów materialnych na poziomie 7% i z aktywów finansowych na poziomie 4,5%.

W ostatnim etapie ustala się wielkość kapitału wiedzy jako różnicę między średniorocznym znormalizowanym zyskiem netto a sumą iloczynów aktywów materialnych i finansowych i odpowiadających im stóp zwrotu. Tak ustalona różnica jest dzielona przez stopę zwrotu z kapitału wiedzy, którą B. Lev przyjął na poziomie 10,5%¹⁹¹.

W metodzie tej, w odróżnieniu od poprzedniej, pomiar kapitału intelektualnego oparty jest tylko częściowo na wartościach rynkowych. Istotną rolę przypisuje się wynikowi prognozowanemu. W ten sposób uwzględnia się nie tylko historię, lecz również przewidywane przyszłe skutki realizowanej przez przedsiębiorstwo strategii. Metoda może być wykorzystana do badania zmian w kapitale intelektualnym

189 Por: Mintz S. L., *Seeing is Believing*, "CFO Magazine", February 1999, s.3

190 Por: Śliwa K. R., Ujwary-Gil A., *Dylematy wartości... op. cit.*, s. 90

191 Autor tę metodę w 2001 r. opatentował. W swoich publikacjach nie podaje dokładnie sposobu oszacowania wykorzystanych stóp zwrotu. Logicznym wydaje się, by wartość tych stóp była szacowana na podstawie danych przedsiębiorstw z tej samej branży

pojedynczych przedsiębiorstw, jak również do porównań międzyzakładowych w ramach danego sektora (branży). Podobnie jak w poprzedniej metodzie, w tej również nie szacuje się poszczególnych składników kapitału intelektualnego.

Do grupy metod syntetycznych zaliczyć można także metodę A. Pulićia, w której podstawowym wskaźnikiem oceny jest wartość VAICTM (*intelektualny wskaźnik wartości dodanej*)¹⁹². W metodzie tej środki przeznaczane na zatrudnienie i kształcenie pracowników traktowane są jako inwestycje, a nie koszty bieżącej działalności przedsiębiorstwa¹⁹³, natomiast kapitał intelektualny traktowany jest równorzędnie z kapitałem finansowym¹⁹⁴. Za podstawowe kryterium oceny pracy przedsiębiorstwa przyjmuje się wartość dodaną przez którą rozumie się sumę zysku operacyjnego, kosztów pracy (wynagrodzeń brutto i świadczeń na rzecz pracowników) i amortyzacji¹⁹⁵. W tworzeniu tej wartości partycypuje kapitał fizyczny, kapitał ludzki i kapitał strukturalny.

Według tej metody pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstw opiera się na trzech podstawowych wskaźnikach efektywności: kapitału ludzkiego, strukturalnego oraz aktywów materialnych. Wszystkie obliczenia oparte są na standardowej dokumentacji księgowej, z tym że dane w niej zawarte przetwarzane są w całkowicie nowatorski sposób. Procedura szacowania wartości poszczególnych wskaźników składa się z kilku etapów.

Punktem wyjścia w analizie VAICTM jest wyliczenie wartości dodanej, uważanej za najbardziej wiarygodny wyznacznik sukcesu w biznesie z uwagi na to, że nie poddaje się ona łatwo manipulacji. Wartość dodaną zestawia się następnie z zaangażowanym kapitałem fizycznym utożsamianym z księgową wartością aktywów netto. Dzielicz wartość dodaną przez aktywa netto oblicza się wskaźnik efektywności kapitału fizycznego.

W dalszej kolejności określa się wskaźnik efektywności kapitału ludzkiego dzieląc wartość dodaną przez wartość kapitału ludzkiego, która sumą wydatków

192 Pulić A., *Intellectual capital – does it create or destroy value*, "Measuring Business Excellence" 1/2004, s.11

193 Traktowanie znacznej części wydatków związanych z pozyskiwaniem i powiększaniem aktywów niematerialnych, w tym kapitału ludzkiego, jako kosztów bieżącej działalności w istotny sposób zmienia obraz bieżącej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, wpływając niekorzystnie na bieżący wynik finansowy. Zwraca na to uwagę m.in. E. Mączyńska w artykule *Białe plamy i pułapki dzisiejszej rachunkowości* (Mączyńska E., *Białe plamy i pułapki dzisiejszej rachunkowości (z perspektywy użytkownika*, w: „Rachunkowość” 9/2007s.21)

194 Podobny pogląd reprezentują D. i M. Dobija pisząc: „systematycznie osiągnęte zyski, ponad premię za ryzyko, świadczą natomiast o istnieniu nieujawnionego kapitału, zwanego kapitałem intelektualnym przedsiębiorstwa (...)” (Dobija M., Dobija D., *Premia za ryzyko jako stała ekonomiczna*, w: „Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa „ 6/2006, s. 18)

195 A. Pulić uważa, że w przypadku przedsiębiorstw bazujących na tradycyjnych technikach wytwarzania do wartości dodanej nie powinno się doliczać amortyzacji. Uwzględnienie amortyzacji jest celowe w przedsiębiorstwach bazujących na wiedzy (Pulić A., *Intellectual capital... op. ci,ts.31.*)

na płace i inne świadczenia na rzecz pracowników¹⁹⁶. Uzyskane „wskaźniki efektywności w tworzeniu wartości” informują o wartości wytworzonej w przeliczeniu na jednostkę pieniężną zainwestowaną w zasoby. Na przykład wskaźnik efektywności kapitału ludzkiego wynoszący 2,5 oznacza, że każde euro zainwestowane w pracownika przynosi 2,5 euro korzyści.

Następnie mierzy się kapitał strukturalny, którego wartość określa się jako różnicę między wartością dodaną danego przedsiębiorstwa a kapitałem ludzkim, którego wartość przyjmuje się na poziomie kosztów pracy. Ten sposób traktowania kapitału strukturalnego wynika z założenia, że dzięki niemu następuje aktywizacja kapitału fizycznego. Jest to założenie podobne do tego, które przyjmuje B. Lev przy ustalaniu wartości wskaźnika (KCE).

Znając kapitał strukturalny oblicza się wskaźnik jego efektywności, dzieląc kapitał strukturalny przez wartość dodaną. Wskaźnik ten odzwierciedla udział kapitału intelektualnego w tworzeniu wartości dodanej.

Na koniec, w celu ustalenia wartości intelektualnego wskaźnika wartości dodanej sumuje się wskaźniki efektywności kapitału fizycznego, kapitału ludzkiego i kapitału strukturalnego. Jest to syntetyczny miernik efektywności wykorzystania zasobów niematerialnych (niewidzialnych) przedsiębiorstwa. Wartość poznawcza tego wskaźnika powstaje w wyniku badania jego dynamiki (np. w okresie pięcioletnim) oraz w porównaniu jego wielkości z odpowiednimi wartościami dla przedsiębiorstw konkurencyjnych, wartościami średnimi w branży. Podobnych ocen można dokonywać odnośnie wskaźników cząstkowych. W tym ostatnim przypadku otrzymuje się informacje o efektywności wykorzystania poszczególnych rodzajów zasobów.

Metoda ta, podobnie jak omówione wcześniej, jest dość prosta. Opiera się w całości na informacjach wewnętrznych, pochodzących z ksiąg rachunkowych. To sprawia, że przeprowadzone obliczenia charakteryzuje się dużą wiarygodnością oraz łatwo można je zweryfikować. Nadaje się do przeprowadzania analiz porównawczych. Dzięki jej wykorzystaniu można określić efektywność składników kapitału intelektualnego (ludzkiego i strukturalnego), jak również ocenić czy przedsiębiorstwo tworzy czy niszczy wartość. Warto jednak zwrócić uwagę na to, że w metodzie tej, w przeciwieństwie do metody B. Leva, określa się nie wartość, lecz efektywność kapitału intelektualnego.

W polskiej literaturze interesującą metodę wyceny kapitału intelektualnego zaproponował G. Urbanek¹⁹⁷. Przyjmując wyjściowe założenia, podobne jak w metodzie kalkulowanej wartości niematerialnej (VCI) i metodzie B. Leva (KCE)

196 www.vaic-on.net oraz Śliwa K.R., Ujwary-Gil A., Metoda VAICTM w ocenie efektywności wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa, w: „Organizacja i Kierowanie”, 2/2006, s.2

197 Urbanek G., *Wycena kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa metodą bieżącego wykorzystania*, w: Godziszewski B., Haffer M., Stankiewicz M. J., *Wiedza jako czynnik międzynarodowej konkurencyjności w gospodarce*, Dom Organizatora, Toruń 2005, ss. 263 – 274

zapropował podział zysku otrzymanego w wyniku zaangażowania aktywów niematerialnych między poszczególne rodzaje kapitału intelektualnego. Procedura wyceny wartości kapitału intelektualnego według tej metody składa się z czterech etapów.

W pierwszej kolejności ustala się kwotę zysku intelektualnego, w podobny sposób jak przy liczeniu wartości wskaźników (*VCI*) i (*KCE*). Jest ona różnicą między średnioroczną kwotą zysku (z okresu trzech lub pięciu poprzednich lat lub też z trzech do pięciu lat poprzednich i trzech do pięciu lat następných – w zależności od dostępności danych) a zyskiem wynikającym z oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów.

W kolejnym etapie szacuje się udział poszczególnych składników kapitału intelektualnego w tworzeniu zysku intelektualnego. W tym celu dokonuje się identyfikacji kluczowych elementów aktywów niematerialnych (np. na podstawie badań ankietowych wśród przedsiębiorstw danej branży lub też w oparciu o opinie ekspertów). Następnie dokonuje się pomiaru ich istotności i przypisuje się poszczególnym czynnikom określoną wagę, tak by suma wag wszystkich elementów była równa 1). Ocena ta dokonywana może być, bądź to na podstawie uśrednionej opinii menadżerów danego przedsiębiorstwa lub też w oparciu o badanie korelacji między zmianami wartości danego elementu a zmianami wartości przedsiębiorstwa.

W dalszej kolejności określa się pozycję danego elementu aktywów niematerialnych w przedsiębiorstwie. Do tego niezbędny jest wybór właściwych mierników dla każdego wyodrębnionego składnika tych aktywów. Mierniki te są zróżnicowane w zależności od charakteru danego elementu aktywów niematerialnych (np. relację z klientami można mierzyć stopą powtórnych zakupów, kapitał ludzki można mierzyć m.in. relacją średniej płacy w przedsiębiorstwie do średnie płacy w kraju lub regionie). Na podstawie powyższych parametrów ustala się udział danego elementu wartości niematerialnych i prawnych w zysku intelektualnym według następującej wzoru:

$$u_i = \frac{E_i \cdot w_i}{\sum_{i=1}^n E_i \cdot w_i}$$

gdzie:

u_i – udział danego elementu aktywów niematerialnych w zysku intelektualnym

E_i – poziom danego elementu oszacowany w przyjętej skali punktowej

w_i – waga danego elementu

Jest to najtrudniejszy etap całej procedury. Od przeprowadzonych tu szacunków w dużej mierze zależy wynik wyceny.

W etapie trzecim określa się kwotę zysku intelektualnego otrzymanego dzięki poszczególnym aktywom niematerialnym. Kwota ta jest iloczynem wyliczonego

w pierwszym etapie zysku intelektualnego i udziału w tym zysku danego składnika kapitału intelektualnego, określonego w etapie drugim.

W ostatnim etapie szacuje się wartość kapitału intelektualnego, dzieląc zysk intelektualny przypisany danemu składnikowi przez stopę dyskontową dla danego składnika. Stopa ta odzwierciedla średnioważony koszt kapitału własnego skorygowany o współczynnik beta dla danego składnika aktywów niematerialnych. Stopę ustala się według następującej wzoru:

$$d_i = k_{cwi} \cdot u_{cw} + k_{co} \cdot u_{co}$$

gdzie:

d_i – stopa dyskontowa dla danego składnika aktywów niematerialnych

k_{cwi} – koszt kapitału własnego zmodyfikowany o b danego czynnika niematerialnego

r_f – stopa zwrotu z inwestycji wolnych od ryzyka

p – premia za ryzyko kapitału własnego

b_s – współczynniki beta dla danego sektora

b_i – współczynniki beta dla danego składnika aktywów niematerialnych

k_{co} – koszt kapitałów obcych

u_{cw} – udział kapitałów własnych w finansowaniu aktywów

u_{co} – udział kapitałów obcych w finansowaniu aktywów.

Podstawową zaletą tej metody jest wycena wartości poszczególnych składników kapitału intelektualnego. Pozwala ona również na uwzględnienie w pomiarze najistotniejszych czynników o znaczeniu strategicznym dla danego przedsiębiorstwa. Ponadto, dzięki jej zastosowaniu następuje integracja miar niefinansowych z miernikami finansowymi, co jest szczególnie istotne przy zarządzaniu wartością przedsiębiorstwa. Nie jest to jednak metoda prosta. Najtrudniejsze jest bowiem oszacowanie udziału poszczególnych składników w tworzeniu wartości. Szacunek ten opiera się w dużej mierze na ocenie subiektywnej. Otrzymany wynik jest więc miarą względną.

Z omówionych dotychczas metod pomiaru kapitału intelektualnego największe zastosowanie w praktyce znalazły: metoda skalkulowanej wartości niematerialnej (CIV), metoda zysku z kapitału wiedzy (KCE) oraz metoda intelektualnego wskaźnika wartości dodanej (VAIC). Wynika to ze względnej prostoty tych metod oraz z dość łatwego dostępu do danych empirycznych, niezbędnych do obliczenia odpowiednich wskaźników.

4.3. Metody analityczne

W literaturze proponuje się różne podejścia do pomiaru kapitału intelektualnego¹⁹⁸. Jedną z bardziej znanych metod analitycznych jest tzw. Nawigator Skandii. Skandia AFS była pierwszą firmą w której podjęto próbę wyliczenia kapitału intelektualnego. Miało to związek z zainteresowaniem udziałowców, dlaczego giełdowa wartość akcji firmy, może przewyższać wartość księgową? Na początku lat 90-tych L. Edvinsson wraz ze specjalistami ze Skandii rozpoczęli badania, których wynik pozwoliłby odpowiedzieć na powyższe pytanie. W Skandii praca nad tą odpowiedzią doprowadziła do powstania raportu o kapitale intelektualnym firmy (*Identyfikacja kapitału intelektualnego*), który został przedstawiony w maju 1995 roku.

Model opracowany przez Skandię nazwany Navigatorem Skandii jest modelem procesowym wspieranym przez komputerowy system Dolphin¹⁹⁹. Zawiera on 164 metryk pomiarowych, które podzielono na intelektualne (91) i 7 tradycyjne (73). Metryki te pokrywają pięć obszarów działalności przedsiębiorstwa: finansowy, klienta, procesów, ludzki i rozwoju. W ramach każdego obszaru proponuje się określony zespół wskaźników charakteryzujących dany zasób niematerialny.

Nawigator Skandii jest niewątpliwie najpopularniejszym analitycznym modelem pomiaru kapitału intelektualnego. Dzięki identyfikacji i raportowaniu różnych obszarów działalności, będących źródłami kapitału intelektualnego, pozwala na uzyskanie kompleksowego obrazu aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa. Nie pozwala on jednak na określenie wartości tego kapitału. Nawigator Skandia nie jest narzędziem uniwersalnym, a dobór wskaźników może mieć charakter subiektywny. Mimo to, znalazł on uznanie regulatorów rynków finansowych i giełd. Zdaniem tych instytucji taki raport jest bardzo potrzebny inwestorom (por. tab. 2.3).

198 Por: Przegląd propozycji miar proponowanych do oceny poszczególnych elementów kapitału intelektualnego w literaturze światowej zawiera artykuł Liebowitz J., Suen Ching Y., *Developing Knowledge Management Metrics for Measuring Intellectual Capital*, "Journal of Intellectual Capital" nr 1, 2000, oraz praca Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny – spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s.4

199 *Jaka wiedza, taka przedsiębiorczość*, „Gazeta Prawna”, listopad 2003.

Tabela 4.2. Wykaz najważniejszych wskaźników wykorzystywanych w Skandii do pomiaru kapitału intelektualnego

Wskaźniki związane z ludźmi	Wskaźniki związane z klientami	Wskaźniki związane z procesami	Wskaźniki związane z finansami	Wskaźniki związane z odnowieniem i rozwojem
<ol style="list-style-type: none"> 1. wskaźnik motywacji 2. wskaźnik stopnia delegowania uprawnień 3. liczba pracowników 4. wskaźnik rotacji pracowników 5. średnia długość pracy w spółce 6. liczba kierowników 7. liczba kobiet menedżerów 8. przeciętny wiek pracownika 9. czas przeznaczony na szkolenia 10. liczba zatrudnionych na pełny etat 11. Średnia wieku zatrudnionych na pełny etat 12. średnia długość pracy zatrudnionych na pełny etat 13. wskaźnik rotacji zatrudnionych na pełny etat/ ogólna liczba pracowników 15. liczba zatrudnionych w niepełnym wymiarze godzin 16. odsetek kierowników po studiach 	<ol style="list-style-type: none"> 1. udział w rynku 2. liczba klientów 3. liczba klientów straconych 4. rating klientów 5. wielkość sprzedaży przypadająca na klienta 6. liczba utraconych klientów 7. średnia długość przywiązania klienta do firmy 8. liczba wizyt u klientów 9. liczba wizyt u klientów 10. liczba klientów przypadająca na pracownika 11. liczba pracowników pracujących bezpośrednio z klientami 12. przeciętny czas między pierwszym kontaktem z klientem a zawarciem transakcji 13. procentowy stopień zadowolenia klientów z kontaktów z firmą 14. udział stałych klientów w ogólnej liczbie klientów 15. nakłady na wsparcie na klienta, na jeden kontrakt 16. nakłady w technologiczne informatyczne na pracownika sprzedaży 17. umiejętności komputerowe klientów 	<ol style="list-style-type: none"> 1. udział kosztów administracji w przychodach ogółem 2. koszty błędów popełnianych przez administrację do wielkości wynagrodzeń 3. liczba umów zawierających błędy 4. koszty administracyjne przypadające na pracownika 5. koszty informatyczne na pracownika 6. koszty informatyczne do kosztów administracji 7. liczba komputerów osobistych i laptopów 8. wdrożone systemy jakości 9. wydajność technologii informatycznej na zatrudnionego 10. wyniki technologii informatycznej na zatrudnionego 	<ol style="list-style-type: none"> 1. całkowite aktywa 2. aktywa przypadająca na jednego zatrudnionego 3. przychód do aktywów całkowitych 4. zysk do aktywów całkowitych 5. zyski z nowych dziedzin działalności 6. przychody z nowych dziedzin działalności 7. przychody przypadające na zatrudnionego 8. zyski przypadające na zatrudnionego 9. utracenie przychody w stosunku do średniej rynkowej 10. przychody pozyskane z nowych klientów 11. wartość rynkowa firmy 12. wartość rynkowa firmy na zatrudnionego 13. zwrot na aktywach 14. zwrot na aktywach w nowych obszarach działalności 15. wartość dodana na zatrudnionego 16. wartość dodana na pracownika informatyki 17. inwestycje w technologiczne informatyczne 18. wartość dodana na klienta 	<ol style="list-style-type: none"> 1. wydatki przewidziane na rozwój kwalifikacji przypadające na zatrudnionego 2. indeks satysfakcji pracowników 3. inwestycje w relacje na klienta 4. procentowy udział czasu przeznaczanego na szkolenia 5. wydatki rozwojowe na jednego klienta 6. wydatki na szkolenia przypadające na pracownika 7. udział pracowników poniżej 40 lat w ogólnej liczbie zatrudnionych 8. inwestycje w rozwój kapitału strukturalnego 9. przeciętny wiek klientów, wykształcenie, dochody 10. średnia wielkość rocznych zakupów przypadająca na klienta 11. liczba bezpośrednich kontaktów w danym okresie z klientami 12. procentowy udział nowych produktów w liczbie produktów ogółem 12. liczba patentów 13. średni wiek patentów 14. liczba patentów oczekujących na opatentowanie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Edvinsson L., Malone M. S., *Kapitał intelektualny*, PWN, Warszawa 2001, ss. 110 – 115

Kolejna metoda opracowana została przez K–E. Sveiby'ego w 1997 r. dla potrzeb monitorowania aktywów niematerialnych (*intangible assets monitor – IAM*)²⁰⁰. Metoda ta oparta jest na założeniu, że jedynym źródłem generowania zysków jest kapitał ludzki, którego wysiłki mają swoje odzwierciedlenie w budowie wewnętrznych i zewnętrznych zasobów organizacji. Zestaw wskaźników proponowanych do wykorzystania w tej metodzie podzielono na trzy grupy: wskaźniki struktury wewnętrznej, wskaźniki struktury zewnętrznej oraz wskaźniki kompetencji indywidualnych. Poza tym podziałem, w każdej z grup wyodrębniono dodatkowo wskaźniki dotyczące wzrostu, odnowy, efektywności i stabilności (por. tabela 2.5).

Tabela 4.3. *Klasyfikacja wskaźników charakteryzujących aktywa niematerialne w metodzie monitorowania aktywów niematerialnych*

Obszary	Struktura zewnętrzna	Struktura wewnętrzna	Kompetencje pracowników
Wzrost (odnowa)	1. Wzrost dochodów 2. Klienci wspierający image	1. Klienci wspierający rozwój organizacji 2. Dochód z nowych produktów 3. liczba komputerów na pracownika 4. wydatki inwestycyjne na informatyzację	1. Średni poziom wykształcenia 2. Klienci wspierający kompetencje 3. Wzrost średniego poziomu wykształcenia 4. Eksperti ze stopniami naukowymi
	Efektywność	1. Dochód na jednego klienta 2. Indeks satysfakcji klientów 3. Liczba wygranych przetargów/liczba przetargów ogółem	1. Stosunek personelu administracyjnego do ogółu zatrudnionych 2. Dochód na pracownika administracji 3. Indeks satysfakcji pracowników
Stabilizacja		1. Liczba powtórnych zamówień/liczba zamówień ogółem 2. Udział klientów dużych 3. Średni wiek klientów	1. Wiek przedsiębiorstwa 2. Fluktuacja pracowników administracji 3. Struktura pracowników wg stażu pracy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Heisig P., Runeson J., *Measuring Intangible Assets for Sustainable Business Growth Celmi AB, Medium-Sized and Fast Growing*, w: Mertins K., Heisig P., Vorbeck J. (red), *Knowledge Management Best Practices in Europe*, Springer-Verlag, Berlin 2001, s. 160

Struktura zewnętrzna dotyczy pomiaru kontaktów przedsiębiorstwa z klientami. W tej grupie za wskaźniki odzwierciedlające wzrost i odnowę organizacji uznano: zyskowość przypadająca na klienta i wzrost organiczny. Zdaniem A. Fazlagić zyskowość przypadająca na jednego klienta jest znacznie wyższa od zyskowości

²⁰⁰ Heisig P., Runeson J., *Measuring Intangible Assets for Sustainable Business Growth Celmi AB, Medium-Sized and Fast Growing*, w: Mertins K., Heisig P., Vorbeck J. (red), *Knowledge Management Best Practices in Europe*, Springer-Verlag, Berlin 2001, s.44

produktów lub zyskowność segmentów rynków²⁰¹. Wzrost organiczny mierzony jest za pomocą wzrostu przychodu pomniejszonego o przychody pochodzące ze spółek nabytych w wyniku przejęcia²⁰².

Jako wskaźniki ilustrujące efektywność prowadzonej działalności przez organizację należy wymienić: indeks satysfakcji klientów, współczynniki sukcesu w przetargach, oraz sprzedaż przypadająca na jednego klienta. Indeks satysfakcji klientów otrzymywany jest w wyniku systematycznego pomiaru zadowolenia klientów, a jego wyniki analizowane są w połączeniu z danymi o zyskowności.

Wśród wskaźników struktury zewnętrznej odzwierciedlających stabilność przedsiębiorstwa wyróżniamy: udział dużych klientów w strukturze, strukturę wiekową klientów, odsetek oddanych klientów. Udział dużych klientów w strukturze pomaga ocenić stopień zależności przedsiębiorstwa od kilku dużych odbiorców. Wskaźnik ten wyrażany jest jako udział w sprzedaży pochodzący od pięciu największych klientów lub jako liczba klientów, od których pochodzi 50% wartości sprzedaży. Struktura wiekowa klientów jest istotna w kontekście oceny długości trwania relacji z klientem. Natomiast odsetek oddanych klientów przedstawia prawdopodobieństwo rezygnacji klienta z usług przedsiębiorstwa.

W ocenie struktury wewnętrznej szczególną uwagę zwraca się na budowę potencjału wykonawczego i jego konkurencyjności. Dlatego w ocenie wzrostu kluczowe znaczenie mają takie wskaźniki jak udział zleceń od klientów wymagających, poziom informatyzacji i inwestowanie w jej rozwój. Efektywność ocenia się natomiast pod kątem sprawności funkcjonowania przedsiębiorstwa. Natomiast do analizy stabilności wykorzystuje się takie wskaźniki jak: wiek przedsiębiorstwa, struktura wiekowa pracowników, średni okres zatrudnienia w przedsiębiorstwie oraz w danej branży, rotacja pracowników administracyjnych, itp.

W metodzie tej szczególną uwagę przywiązuje się do indywidualnych kompetencji pracowników. Wynika to z podstawowych założeń na którym ta metoda została oparta (wysiłki pracowników znajdują odzwierciedlenie w wewnętrznych i zewnętrznych zasobach przedsiębiorstw). Kompetencje zatrudnionych mają szczególne znaczenie w przypadku przedsiębiorstw opartych na wiedzy (przedsiębiorstw nowej ekonomii), chociaż w przypadku przedsiębiorstw tradycyjnych zmieniające się otoczenie stawia przed pracownikami też coraz to nowe wyzwania. Kompetencje te ocenia się poprzez analizę wykształcenia, stażu pracy, poziomu specjalizacji oraz efektów pracy (wartość dodana na jednego pracownika).

Omawiana metoda pomiaru różni się od poprzednich jedynie innymi kryteriami oceny aktywów niematerialnych oraz innym zestawem proponowanych wskaźników. Jednakże dobór tych wskaźników oparty jest w dużej mierze na subiektywnych opiniach analityków. To powoduje, że oceny dokonane tą metodą

201 Fazlagić A., *Pomiar kapitału intelektualnego w organizacjach usługowych*, „Controlling i rachunkowość zarządcza” 2/2006, s. 45

202 *ibidem*, s.46

mogą być nieobiektywne. Można bowiem dobrać takie wskaźniki do oceny poszczególnych składników aktywów niematerialnych, które w warunkach danego przedsiębiorstwa kształtują się najkorzystniej, pomijając inne bardziej istotne. W takiej sytuacji traci na znaczeniu analiza przestrzenna, w wyniku której można byłoby porównywać efektywność wykorzystywania aktywów niematerialnych między przedsiębiorstwami tej samej branży.

Do pomiaru kapitału intelektualnego proponuje się również wykorzystanie Strategicznej Karty Wyników, której autorami są R. S. Kaplan i D. P. Norton. Była ona opracowana z myślą o dostarczeniu menadżerom pomiaru osiągnięć istotnych dla rozwoju przedsiębiorstwa i realizacji jego celów finansowych, lecz nie znajdujących bezpośredniego odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej.

Początkowo Strategiczna Karta Wyników (*Balanced Scorecard – BSC*) miała być sposobem mierzenia wyników firmy, uzupełnieniem wskaźników finansowych. Od momentu jej powstania przeszła ona ewolucję. Obecnie jest wykorzystywana do planowania, prezentacji i oceny działalności przedsiębiorstwa. Strategiczna Karta Wyników stanowi podstawę spojrzenia na strategię tworzenia wartości w czterech różnych płaszczyznach: finansowej, klienta, operacyjnej i innowacyjnej²⁰³.

W płaszczyźnie finansowej ocenia się opłacalność danego biznesu oraz celowość jego kontynuowania. Chodzi tu o strategię wzrostu, zyskowności i ryzyka z perspektywy akcjonariuszy. Dlatego za główne cele finansowe uznaje się zwrot z zaangażowanego kapitału, poprawę wykorzystania aktywów, zyskowność oraz rentowny rozwój.

Kolejnym obszarem oceny jest płaszczyzna klienta. Chodzi tu o zdobycie informacji na temat np. udziału przedsiębiorstwa w rynku, opinii klientów na temat firmy i sprzedawanych przez nią produktów czy usług. Pozyskane informacje wykorzystane są do tworzenia relacji z bezpośrednimi odbiorcami (np. dealerami), które powinny być oparte na obopólnych korzyściach. Istotne jest, by przedsiębiorstwo potrafiło nieustannie zachwycać docelowych klientów²⁰⁴.

Płaszczyzna operacyjna (nazywana także wewnętrzną) odzwierciedla wewnętrzne procesy przedsiębiorstwa oraz ich sprawność i efektywność z perspektywy klientów i akcjonariuszy. Istotne jest tu wyszczególnienie głównie tych procesów w których przedsiębiorstwo powinno być najlepsze, by realizować plany rynkowe i finansowe. Do podstawowych celów (zadań) w tej płaszczyźnie Kaplan i Norton zaliczają, np. wprowadzanie nowych produktów i usług, organizację zespołów franchisingowych, ciągłe doskonalenia wiarygodności, poprawę systemu zarządzania.

Płaszczyzna innowacyjna (rozwoju) jest tym obszarem działalności przedsiębiorstwa, który związany jest z różnego rodzaju zmianami: organizacyjnymi, technologicznymi, produktowymi, itp. Zmiany te są niezbędne do trwania i rozwoju przedsiębiorstwa. Podatność przedsiębiorstw na te zmiany oraz ich efektywność

203 Kaplan R.S., Norton D.P., *Strategiczna Karta Wyników*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 2001, s. 29

204 *ibidem*, s. 48

zależy głównie od zasobów niematerialnych, takich jak: kwalifikacje i morale pracowników czy procedury organizacyjne.

Strategiczna Karta Wyników pozwala na koncentrację uwagi kierownictwa przedsiębiorstw na kluczowych czynnikach sukcesu, dzięki którym może być utrzymywana przewaga nad konkurencją. Jest ona narzędziem, dzięki któremu łatwiej można skoordynować cele oddziałów, działów pomocniczych świadczących usługi dla wszystkich oddziałów, zespołów i pojedynczych pracowników z nadrzędnymi celami przedsiębiorstwa.

Przykładowe mierniki stosowane w Strategicznej Karcie Wyników zawarto w tabeli 2.6. Mierniki wynikające ze Strategicznej Karty Wyników są tworzone indywidualnie dla poszczególnych organizacji. Dlatego nie sposób wymienić wszystkie możliwości. W tabeli zostały wyszczególnione te, które wydają się mieć najbardziej uniwersalny charakter.

Zdaniem autorów BSC ta może być wykorzystana również do pomiaru kapitału intelektualnego, gdyż zawiera logicznie powiązany zespół wskaźników wiążący aktywa materialne z aktywami niematerialnymi. Te pierwsze bezpośrednio wykorzystywane są przy realizacji zadań przedsiębiorstwa, od drugich zaś zależy sposób i efektywność wykorzystania aktywów materialnych.

Tabela 4.4. Przykładowe mierniki Strategicznej Karty Wyników

PERSPEKTYWA			
FINASOWA	KLIENTA	WEWNĘTRZNA	INNOWACJI
<ul style="list-style-type: none"> · Zwrot z zaangażowanego kapitału · Przepływ gotówki · Zysk netto (w porównaniu z konkurencją) · Stopa wzrostu ilościowa (w porównaniu z branżą) · Przychody i zyski z podstawowej sprzedaży · Przychody i zyski z pozostałej sprzedaży · Procent rzeczowych wydatków na inwestycje uzasadnione ekonomicznie 	<ul style="list-style-type: none"> · Udział w wybranych kluczowych segmentach rynku · Ocena klienta · Wzrost zysku netto dealera · Ankietowanie dealerów · Wskaźnik lojalności klientów · Wielkość sprzedaży 	<ul style="list-style-type: none"> · Zwrot z inwestycji związanych z wprowadzeniem nowego produktu · Punktacja jakości usług sprzedawców 	<ul style="list-style-type: none"> · Dostępność strategicznych kompetencji · Dostępność strategicznych informacji · Indywidualne karty wyników

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kaplan R.S., Norton D. P., *Strategiczna Karta Wyników*, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 2001, s. 48, 132, 133.

W literaturze pojawiają się jednak wątpliwości, czy BSC może być wykorzystana do pomiaru i zarządzania kapitałem intelektualnym. Zdaniem K.-E. Sveiby'ego BSC została opracowana dla potrzeb oceny wewnętrznych wyników zarządzania a nie pomiaru i raportowania aktywów niematerialnych.²⁰⁵ Podobnie uważa A. Fazlagić, pisząc, że pomimo sukcesu jaki odniosła *Balanced Scorecard*, jest ona koncepcją dotyczącą zarządzania strategicznego, a nie pomiaru kapitału intelektualnego²⁰⁶.

Jednakże bardziej wnikliwa analiza BSC pozwala zauważyć, że odzwierciedlone w nie są istotne zależności między aktywami materialnymi i niematerialnymi. Powiązanie tych aktywów tworzy określony łańcuch wartości. Usatysfakcjonowani i kompetentni pracownicy przyczyniają się do lepszej obsługi klientów, ci z kolei składają więcej zamówień, co z kolei prowadzi do lepszego wykorzystania potencjału wytwórczego. Dzięki temu spadają koszty jednostkowe, co w powiązaniu ze zwiększoną sprzedażą owocuje wyższym wynikiem finansowym i tym samym wyższą stopą zwrotu dla właścicieli.

Z czterech obszarów działalności przedsiębiorstwa objętych strategiczną kartą wyników, trzy są związane z aktywami niematerialnymi (płaszczyzna relacji z klientami, płaszczyzna procesów wewnętrznych (operacyjna) i płaszczyzna rozwoju (innowacji). Te dwie pierwsze płaszczyzny powiązane są z kapitałem strukturalnym, zaś ostatnia płaszczyzna jest szczególnie związana z kapitałem ludzkim. Włączając do poszczególnych obszarów najistotniejsze czynniki kształtujące poszczególne składniki kapitału intelektualnego można ją wykorzystać jako narzędzie pomiaru tego kapitału.

Można więc zgodzić się z M. Pietrzakiem który traktuje kartę wyników jako „...uniwersalne narzędzie o wielu możliwościach zastosowania – wspiera proces zarządzania strategicznego, stanowi podstawę systemu motywacyjnego, usprawnia komunikację między zarządem a pracownikami w procesie zmian”²⁰⁷. Wykorzystując odpowiednio dobrany zestaw mierników w każdej z płaszczyzn można dokonywać pomiaru kapitału intelektualnego podobnie jak w przypadku Nawigatora Skandii czy monitora aktywów niematerialnych (IAM). Poza tym ułatwia zarządzanie kapitałem intelektualnym zarówno na poziomie strategicznym jak i operacyjnym. Między zawartymi w niej wskaźnikami a wynikami finansowymi istnieje silna korelacja²⁰⁸.

205 Za Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Ofocyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 145

206 Fazlagić A., *Pomiar kapitału intelektualnego w organizacjach usługowych*, „Controlling i rachunkowość zarządcza” nr 2/ 2006

207 Pietrzak M., *Najlepiej wyceniać z kartą*, „Personel” 5/2003, s.20

208 Strojny M., *Zmierzyć niemierzalne. O krok przed konkurencją*, „KPMG forum”, kwiecień-maj 2002, s.20

Oczywiście BSC nie jest narzędziem idealnym, podobnie jak i wcześniej omówione metody. Ma swoje słabości, do których można zaliczyć włączenie kapitału ludzkiego do płaszczyzny rozwoju, co niewątpliwie obniża rangę tego kapitału. W niewystarczającym stopniu odzwierciedlona jest mikrootoczenia, co zubaża kapitał relacyjny (np. pomija się bowiem ważne relacje z dostawcami). Niektóre z tych mankamentów można byłoby usunąć zmieniając płaszczyznę klientów na płaszczyznę relacji z otoczeniem. Jednakże, podobnie jak w przypadku wcześniejszych metod BSC może być jedynie narzędziem pomiaru użytecznym w ramach jednego przedsiębiorstwa, nie nadającym się natomiast do analizy przestrzennej.

W literaturze przedmiotu proponuje się jeszcze wiele innych metod, różniących się zazwyczaj zestawem wskaźników, kryteriami ich grupowania oraz miernikami wykorzystywanymi do określania wartości wyodrębnionych składników kapitału intelektualnego²⁰⁹.

Wszystkie przedstawione metody mają kilka wspólnych cech. Do oceny poszczególnych składników wykorzystują określony zbiór odpowiednio wyselekcjonowanych wskaźników cząstkowych. W każdej metodzie proponuje się na ogół nieco inne wskaźniki (różniące się nie tylko nazwą, lecz konstrukcją oraz liczbą wskaźników), chociaż niektóre wskaźniki znajdują zastosowanie we wszystkich proponowanych metodach (np. dochód na jednego pracownika).

W ramach każdej z metod proponuje się na ogół kilkadziesiąt wskaźników. Utrudnia to jednoznaczną ocenę aktywów niematerialnych. Metody te nie pozwalają również na pomiar wartości kapitału intelektualnego. Służą tylko do jego charakterystyki (opisu). Są użyteczne w ocenie procesu tworzenia i wykorzystania aktywów niewidocznych w sprawozdawczości finansowej, lecz mają ograniczone zastosowanie w ocenie procesu kreowania wartości przedsiębiorstw. Do tej oceny, mimo ich wad, wykorzystuje się metody syntetyczne.

Mnogość metod pomiaru kapitału intelektualnego prezentowanych w literaturze przedmiotu każe ze szczególną ostrożnością podchodzić do procesu wyceny aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa. Wśród znanych metod są takie, które odznaczają się stosunkowo niewielkim stopniem złożoności i małą pracochłonnością. Są również i takie, których praktyczna implementacja zajmuje bardzo dużo czasu i wymaga zaangażowania osób posiadających wyspecjalizowaną wiedzę rachunkową i finansową, dysponujących dokładnymi informacjami dotyczącymi przedmiotu wyceny. Wszystko to sprawia, że brak jest jednoznacznych wskazówek

209 Np. Mouritsen J., *Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital*, "Management Accounting Research", 9/1998, Dzinkowski R., *Managing Intellectual Capital*, "Good Practice Guideline", December 1999, Wachowiak P. (red), *Pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 2005, Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, Nogalski B, Rybicki J., *Zarządzanie portfelem kapitału intelektualnego*, w: Poczowski A. (red), *Kapitał intelektualny. Dylematy i wyzwania*, WSB, Nowy Sącz 2001, s.32

odnośnie tego, którą z tych metod można uznać za najdokładniejszą, a zarazem nie wymagającą karkołomnych obliczeń.

Kapitał intelektualny jest w wielu przedsiębiorstwach najcenniejszym zasobem. Takie umiejscowienie czynników niematerialnych w hierarchii zasobów organizacji skłania coraz większą rzeszę naukowców do aktywniejszego poszukiwania coraz bardziej skutecznych metod ich pomiaru i sposobów ewidencji w systemie rachunkowości.

Można mieć nadzieję, że najbliższe lata przyniosą na tym polu rozwiązania problemów nurtujących świat nauki i biznesu. Wypada zatem stwierdzić, że efektem tych poszukiwań będzie pełna ewidencja kapitału intelektualnego w systemie rachunkowości, przyczyniająca się do zwiększenia transparentności sprawozdań finansowych oraz usprawniająca realizację strategii personalnej przedsiębiorstw. Jak zauważają N. Bontis i J. Fitz-enz, pomiar i modelowanie kapitału ludzkiego jest nie tylko pożądane, ale ma krytyczne znaczenie z punktu widzenia przyszłych wyników finansowych przedsiębiorstwa.²¹⁰

4.4. Wycena marki

W nowoczesnej z informatyzowanej i zglobalizowanej gospodarce jednym z kluczowych czynników rozwoju przedsiębiorstwa jest wiedza. Jeszcze kilkadziesiąt lat temu o rozwoju przedsiębiorstw i ich pozycji konkurencyjnej na rynku decydowały głównie zasoby naturalne oraz potencjał siły roboczej, które zdolne były do zwiększenia produkcji dóbr i usług, gdzie dzisiaj w większości przypadków inicjatywę przejmuje wiedza i kapitał intelektualny²¹¹. Dzięki wiedzy powstają coraz to nowe innowacje w dziedzinie technologii, które poprzez powstanie nowych idei, metod i wynalazków przyczyniają się do zwiększenia wydajności oraz polepszenia procesów produkcyjnych, co prowadzi do zwiększenia jakości produktów wprowadzanych na rynek²¹². Wiedza i technologia umożliwiają tworzenie zróżnicowanej oferty i dostosowanie jej do potrzeb klientów, a także większą elastyczność i szybsze reagowanie na radykalne zmiany rynku²¹³. To wszystko powoduje, że właściwe zarządzanie wiedzą w niezwykle dużym stopniu przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa²¹⁴.

210 Por. Bontis N., Fitz-enz J., *Intellectual capital ROI: a casual map of human capital antecedents and consequences*, "Journal of Intellectual Capital", Vol. 3, No. 3, 2002, s. 245.

211 Zaborowska R., *Kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie*, wyd. Ars boni et aequi, Poznań 2009, s. 51.

212 Tamże, s. 52.

213 Ujwary – Gil A., *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, wyd. C. H. Beck, Warszawa 2009, op. cit. , s. 13.

214 Tamże, s. 16.

Jednym z kluczowych czynników o charakterze pozamajątkowym, wpływającym na tworzenie wartości, jest marka²¹⁵. Marka to „nazwa, określenie, symbol, opakowanie, formuła lub kombinacja tych pięciu (...) użyte do odróżnienia produktu od produktów konkurencyjnych”²¹⁶. Można ją zatem traktować jako element szeroko rozumianego kapitału intelektualnego, pozwalającego budować tzw. kapitał strukturalny, a bardziej szczegółowo – o kapitał klientów. Jest ona także swego rodzaju składnikiem produktu, który nadaje produktowi indywidualny charakter, pozwalający kreować wizerunek oraz tworzyć przewagę konkurencyjną, zarówno grupy produktowej, jak i całego przedsiębiorstwa.

Świadome zarządzanie marką nie jest możliwe bez wyceny i monitorowania zmian jej wartości. W teorii i praktyce zarządzania marką można spotkać następujące metody jej wyceny:

1. Kosztowe
2. Rynkowe
3. Zdyskontowanych strumieni pieniężnych
4. Mnożnikowe
5. Zwolnień z opłat licencyjnych
6. Oparta na ekonomicznej wartości produktu.

Metody kosztowe, jak sama nazwa wskazuje, wycenę marki przeprowadza się na podstawie kosztów poniesionych na jej wykreowanie, bądź też hipotetycznych kosztów, które należałoby ponieść na jej zastąpienie lub wytworzenie dokładnej repliki marki. W grupie metod kosztowych wyróżnia się zatem następujące:

1. Metoda oparta na koszcie reprodukcji (odtworzeniowa) – wartość marki szacuje się na podstawie kalkulacji kosztów, jakie należałoby ponieść, aby uzyskać dokładną replikę marki.
2. Metoda oparta na koszcie zastąpienia – ustalenie kosztów, które trzeba ponieść by ponieść dla zastąpienia istniejącej marki jej alternatywą, zapewniającą taką samą wielkość sprzedaży i zysku.

W metodzie rynkowej, markę wycenia się i przeprowadza się na podstawie wartości rynkowej podobnych marek, określonej w przeszłych transakcjach kupna/sprzedaży. Zastosowanie metody rynkowej wymaga spełnienia trzech warunków:

- Musi istnieć rynek, na którym przeprowadza się transakcje markami podobnymi do tej, która ma być wyceniona
- Są dostępne informacje o dokładnych warunkach rynkowych transakcji
- Transakcje, na których opiera się wycena, powinny były nastąpić w niedługim czasie

Odmianą metody rynkowej, która pozwala wycenić markę bez zaistnienia wcześniejszej transakcji rynkowej jest wycena relatywna w stosunku do tzw. marki

215 Marcinkowska M., *Kształtowanie...*op. cit., s. 136 oraz Dobija, 2003, s. 55

216 Altkorn J., *Podstawy Marketingu*, Instytut Marketingu, Kraków 2001, s.151-152.

rodzajowej. Podstawowym założeniem jest to, że rynek prawidłowo wycenia porównywane firmy i że różnice w wycenie rynkowej są spowodowane (obok rozmiarów spółek) wartością marki. W tej metodzie wyceny stosowane są mnożniki znane z metod porównawczych wyceny przedsiębiorstw (oparte na sprzedaży, zysku operacyjnym lub zainwestowanym kapitale).

Stosując metodę zdyskontowanych strumieni pieniężnych, bazuje się na założeniu, że o wartości marki decydują oczekiwane przepływy gotówkowe, które można osiągnąć dzięki odpowiedniemu jej wykorzystaniu. Proces wyznaczenia wartości jest taki sam jak przy wycenie wartości przedsiębiorstwa metodą DCF. Podstawowym problemem w tej metodzie jest jednak precyzyjne oszacowanie przyszłych strumieni pieniężnych i wyselekcjonowanie ich z przepływów całej firmy. Oznacza to ścisły podział strumieni przedsiębiorstwa na poszczególne segmenty działalności oraz na konkretne produkty. W praktyce oznacza to analizę regresji wpływów z tytułu sprzedaży produktów w zależności od czynników popytowych kształtowanych pod wpływem kreacji marki. Nieco łatwiej jest dokonać takiej selekcji w przypadku kosztów związanych z wytworzeniem, dystrybucją i promocją konkretnych wyrobów. Choć i w tym przypadku, szczególnie w przedsiębiorstwach nie stosujących szczegółowej ewidencji kosztów operacyjnych, szacunki te mogą okazać się nieprecyzyjne.

Metoda zwolnień z opłat licencyjnych jest oparta na założeniu, że gdyby na stosowane marki była przez jej właściciela udzielana licencja, to licencjobiorca musiałby uiszczać odpowiednią opłatę licencyjną, liczoną jako procent od przychodów realizowanych dzięki marce. Polega to zatem na oszacowaniu przyszłych przychodów, jakie przyniesie marka i obliczeniu na tej podstawie potencjalnych przyszłych opłat licencyjnych. Opłaty te są przeliczane współczynnikiem dyskontującym.

W metodzie mnożnikowej zakłada się, że marka może być wyceniona przy zastosowaniu mnożnika do istniejących przepływów gotówkowych lub przychodów związanych z marką. Wartość mnożnika zależy od wskaźnika siły marki. Metoda mnożnikowa wymaga oszacowania m.in.:

- bieżącej dochodowości marki (przepływy związane z marką)
- siły marki w celu obliczenia mnożnika
- przedziału, w jakim występuje mnożnik.

Wadą tej metody jest to, że nie bierze pod uwagę przyszłej dochodowości marki. Dlatego nie wykorzystuje się jej w wycenie marek, których sprzedaż odznacza się wysoką dynamiką zmian (przy szybkim wzroście wartość marki będzie zaniżona, przy szybkim spadku – zawyżona)²¹⁷.

217 Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008, s. 158-163.

W metodzie opartej na ekonomicznej wartości produktu W tej metodzie oblicza się jednostkową premię cenową, jaką są skłonni płacić klienci za określoną markę. Polega to na podzieleniu ceny, jaka jest płacona za produkt, na dwie składowe: cena odzwierciedlająca obiektywne właściwości produktu oraz premia za jego nieobiektywne cechy, czyli markę.

Przebieg procesu wyceny tą metodą jest następujący²¹⁸:

1. Wybór atrybutów, według których jest oceniany produkt i przypisanie każdemu atrybutowi wag odzwierciedlających jego ważność (suma atrybutów dla wszystkich wag wynosi 1).
2. Ocena badanych produktów w odniesieniu do każdego z atrybutów (np. w skali 1-10, gdzie 1 to ocena najniższa) oraz obliczenie ekonomicznej wartości każdego produktu (suma iloczynu wag i oceny produktu w odniesieniu do atrybutu)
3. Porównanie ceny produktu z jego ekonomiczną wartością i obliczenie ceny odzwierciedlającej wartość ekonomiczną produktu
4. Obliczenie premii cenowej za markę przy uwzględnieniu wydatków marketingowych (przeznaczonych na budowę marki); premia jest liczona dla pojedynczego produktu

Mimo możliwości zastosowania wielu metod, proces wyceny marki nie jest prosty. Pozornie, pewne inklinacje i związane z nimi szacunki mogą wydawać się intuicyjne. Ma to miejsce szczególnie przy produkcji jednoasortymentowej. Jednakże w wielu przypadkach, szczególnie przy produkcji wieloasortymentowej, stosowanie niektórych metod jest bardzo czasochłonne, a co za tym idzie, także wyjątkowo kosztowne. W wielu przypadkach trudno jest także dokonać selekcji korzyści ekonomicznych z tytułu marki z ogółu przepływów przedsiębiorstwa. To wszystko sprawia, że mimo pozornej prostoty, do wyceny marki należy podchodzić z należytą starannością, mając świadomość ułomności przyjętych założeń i zdając sobie sprawę z konieczności zastosowania ewentualnych korekt.

Rozważanie te upoważniają do stwierdzenia, że o ile sam proces wyceny zarówno marki, jak i całego przedsiębiorstwa, z czysto modelowego punktu widzenia, wydaje się nieskomplikowany, o tyle od strony praktycznej wymaga ogromnej wiedzy eksperckiej wyceniającego. W okresie które przy szybko zmieniającym się otoczeniu rynkowych, rezultat wyceny może szybko się dezaktualizować. W związku z tym konieczne wydaje się realizowanie koncepcji szeroko pojętego zarządzania wartością, które umożliwiły stały monitoring wartości, a także szczegółową identyfikację i analizę czynników kształtujących poszczególne elementy składowe wartości organizacji.

218 Ibidem, s. 163.

5. Zarządzanie wartością współczesnego przedsiębiorstwa

5.1. System zarządzania wartością przedsiębiorstwa – VBM

Zarządzanie przez wartość jest swoistą odmianą zarządzania strategicznego, gdzie szczególny nacisk kładzie się na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy²¹⁹. Koncepcja zarządzania wartością spółki (VBM – *Value Based Management*) zakłada, iż nadrzędnym celem każdego podmiotu gospodarczego powinna być maksymalizacja jego wartości w długim okresie. Najlepiej, jeżeli ten cel osiągnąć przy minimalnym ryzyku. Koncepcja ta koncentruje się na przepływach pieniężnych generowanych przez jednostkę gospodarczą.

Geneza wartości dla akcjonariuszy sięga lat pięćdziesiątych XX wieku. W tym okresie powstały pierwsze teorie z zakresu zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Szczególnie prace Markovitz, Millera i Modiglianego oraz Sharpe'a, Fama i Treynora miały przełomowe znaczenie dla zmiany kierunku myślenia kadry kierowniczej wielu spółek. Proces kształtowania wartości dla akcjonariuszy możliwy był do zrealizowania, w dużej mierze, za sprawą modelu wyceny aktywów kapitałowych – CAPM²²⁰, w którym wykazano zależność pomiędzy stopą zwrotu, a ponoszonym ryzykiem. Na bazie tego modelu powstało wiele prac o znaczeniu przełomowym dla dziedziny zarządzania finansami spółek. Szczególny wkład w zastosowaniu modelu CAPM w praktyce miał A. Rappaport z Northwestern University, którego uważa się za prekursora zarządzania przez wartość²²¹.

Decydującą rolę w rozwoju koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa na przełomie lat 80 i 90-tych, odegrały następujące czynniki²²²:

- niezadowolenie z tradycyjnych metod pomiaru i oceny wyników spółek,

219 Mikołajek-Gocena M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – problem wyboru miernika kreacji wartości dla akcjonariuszy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, zeszyt naukowy 52, SGH, Warszawa 2004, s. 129.

220 Model wyceny aktywów kapitałowych CAPM (z ang. *Capital Asset Pricing Model*) uzależnia stopę zwrotu uzyskaną i oczekiwaną przez inwestorów od ryzyka związanego z posiadaniem określonych aktywów. Szerzej na temat tego modelu w punkcie 3.3.2.

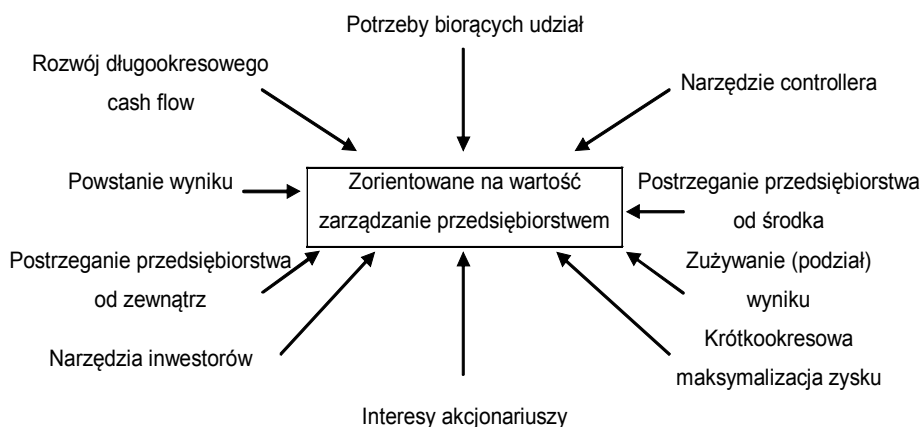
221 Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu...op. cit.*, s. 28-30.

222 Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 34-35.

- zwrot inwestorów w kierunku metod wyceny opartych na przepływach gotówkowych,
- rozwój rynków kapitałowych, ekspansja prywatnego kapitału i rosnące oczekiwania akcjonariuszy,
- ogólna sytuacja gospodarcza Stanów Zjednoczonych w latach 80-tych,
- narastająca globalizacja procesów gospodarczych,
- rola firm doradczych i audytorskich,
- rosnąca koncentracja na nadzorze korporacyjnym,
- rewolucja informatyczna.

Niemalży wpływ na rozwój tej koncepcji miały również występujące na szeroką skalę w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX w. zjawiska przejęć i fuzji. Zwrócono wówczas uwagę na to, że o wartości transakcji przesądzały często czynniki nie mające bezpośredniego związku z obecną kondycją ekonomiczną przejmowanych podmiotów gospodarczych.

Zorientowanie na wartość to znacznie więcej niż krótkookresowe zaspokojenie interesów akcjonariuszy. To zmiana koncepcji zarządzania polegająca na włączeniu pracowników wszystkich szczebli organizacyjnych w proces kreowania wartości. W tym celu dokonuje się przełożenia długookresowych celów spółki na zadania bieżąco realizowane przez poszczególne komórki i stanowiska oraz systematycznej kontroli całego procesu kreacji wartości. Bieżące monitorowanie realizacji zadań krótkookresowych ma na celu eliminowanie wąskich gardeł oraz wyszukiwanie zorientowanych na wartość instrumentów sterowania (por. rys. 5.1). Ten sposób pozwala na uaktywnienie wszystkich pracowników i ukierunkowanie ich działań na realizację nadrzędnego celu spółki.



Rys. 5.1. Orientacja zarządzania spółką na wartość

Źródło: Hauser M., *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość*, "Controlling i Rachunkowość Zarządcza" 2000, nr 10, s. II

Bazując na dwóch podstawowych parametrach szacowania wartości -przepływach pieniężnych netto oraz koszcie zaangażowanego kapitału – można stworzyć strategię podnoszenia wartości spółki. W strategii tej należy się skoncentrować na dwóch aspektach: zyskowności mierzonej relacją osiągniętego wyniku operacyjnego i produktywności, która mierzona jest relacją osiąganych przychodów do wartości zaangażowanego kapitału. Sformułowane w taki sposób zadania mogą stanowić punkt wyjścia do określania celów strategicznych w skali makro lub mikro²²³.

Tworzenie wartości powinny być zaangażowane wszystkie obszary działalności spółki. Niemożliwe jest skuteczne wdrożenie systemu VBM, czyli kreowanie wartości, bez skoncentrowania uwagi wszystkich pracowników, niezależnie od stanowiska, na pomnażaniu wartości kapitałów własnych (udziałowców, akcjonariuszy, etc.)²²⁴.

5.2. Metody zwiększania wartości przedsiębiorstwa

Proces wzrostu i kreowania wartości może przebiegać liniowo. Kąt nachylenia linii trendu wartości zależy wówczas od szeregu czynników zewnętrznych i wewnętrznych. Zdarza się jednak, że przebieg funkcji można zakłócić stosując pewne narzędzia, za pomocą których możliwy jest skokowy przyrost, niekiedy zaś destrukcja, wartości. Do metod wzrostu wartości przedsiębiorstwa zaliczyć można m.in.:

1. Restrukturyzację
2. Fuzje i przejęcia
3. Politykę dywidend
-

5.2.1. Restrukturyzacja

Restrukturyzacja stanowi zespół zmian w zadaniach, potencjale i zarządzaniu mający na celu lepsze dostosowanie przedsiębiorstwa do zmian zachodzących w jego otoczeniu i tym samym poprawę efektywności działalności gospodarczej. Restrukturyzacja może dotyczyć następujących obszarów²²⁵:

- Technika,
- Technologia,

223 Horowski W., Konowicz Ł., *Strategia podnoszenia wartości przedsiębiorstwa w zarządzaniu procesami*, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2002, nr 4, s. 36

224 Hammer M., *Beyond Reengineering*, Harper Collins, New York 1996, s. 191.

225 Por. Sapijaszka Z., *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*, PWN, Warszawa 1997, s. 28-30.

- Formy organizacji produkcji,
- Zarządzanie kapitałem obrotowym,
- Struktura majątku,
- Struktura kapitału,
- System zarządzania,
- Kultura organizacyjna,
- Status formalno-prawny.

W zależności od celu zmian można wyróżnić restrukturyzację:

1. naprawczą
2. rozwojową.

Celem restrukturyzacji naprawczej, jak sama nazwa wskazuje, jest naprawa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Jednym z pierwszych symptomów pogarszającej się kondycji jest spadek rentowności sprzedaży i w następstwie – spadek rentowności kapitałów. Ostatnim stadium są zazwyczaj problemy z zachowaniem płynności finansowej, skutkiem czego może być nawet upadłość przedsiębiorstwa. Restrukturyzację naprawczą najlepiej rozpocząć we wczesnym stadium dekonjunktury. W momencie poważnych problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań bieżących znalezienie środków finansowych i czasu na przeprowadzenie procesu restrukturyzacji może być po prostu niemożliwe.

Restrukturyzacja rozwojowa ma na celu przyspieszenie realizacji celów strategicznych przedsiębiorstwa. W sytuacji, kiedy firma posiada odpowiednie nadwyżki finansowe, a także ma sformułowaną, klarowną strategię, może zainicjować proces restrukturyzacji rozwojowej. W wyniku działań tego typu mogą następować zmiany w systemie zarządzania i oceny kadry menedżerskiej (wprowadzenie skuteczniejszego motywacyjnego systemu wynagradzania), nowe projekty inwestycyjne w obszarze majątku trwałego (budowa nowej fabryki, zainstalowanie nowej linii produkcyjnej), zainicjowanie współpracy z innym przedsiębiorstwem (joint venture, budowa klastra, alians strategiczny), itp.

W praktyce funkcjonowania przedsiębiorstw można wyróżnić cztery podstawowe modele restrukturyzacyjne:

1. Ekonomizacja poprzez pozbycie się nierentownej działalności, sprzedaż zbędnego majątku, racjonalizację zatrudnienia, kontrolę i obniżenie kosztów.
2. Restrukturyzacja wewnętrzna związana ze zmianą sposobu i zakresu produkcji, zmianą struktury zatrudnienia, wzrostem kwalifikacji załogi, zmianą zasad wynagradzania pracowników, rozwojem działalności marketingowej.
3. Tworzenie aliansów strategicznych wzmacniających potencjał strategiczny przedsiębiorstwa i zwiększających szanse jego przetrwania i rozwoju.
4. Dywersyfikacja polegająca na wprowadzaniu nowych produktów, zmian technologicznych, nowych struktur organizacyjnych, nowych metod zarządzania, itp.

Restrukturyzacja jest zmianą, która ma usprawnić funkcjonowanie przedsiębiorstwa i stworzyć możliwość osiągnięcia wyższych efektów z posiadanego potencjału gospodarczego. W zależności od sytuacji potencjał ten może podlegać wielokierunkowym zmianom. Restrukturyzacja nie jest celem samym w sobie. Powinna być ona procesem przemyślanym i powiązaniem ze strategią rozwojową przedsiębiorstwa. Proces restrukturyzacji ukierunkowany na wzrost wartości złożony jest z pięciu podstawowych etapów. Są nimi²²⁶:

1. Identyfikacja luki wartości
2. Zmiany w systemie organizacji i zarządzania przedsiębiorstwem
3. Zmiany w zakresie prowadzonej działalności i aktywach przedsiębiorstwa
4. Zmiany w strukturze źródeł finansowania działalności
5. Określenie możliwości restrukturyzacyjnych i potencjalnego ich wpływu na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Częstą przyczyną występowania luki wartości są nadmierne koszty operacyjne. Dlatego, w pierwszej kolejności konieczne poszukuje się wewnętrznych przyczyn takiego stanu rzeczy oraz podejmowane są działania zmierzające do ich wyeliminowania, bądź ograniczenia. Do takich działań zaliczyć można m.in.: wzrost wydajności pracy, likwidację nieefektywnych komórek produkcyjnych, decentralizację struktury organizacyjnej, zwiększenie prędkości przepływu informacji w systemie komunikacji wewnętrznej, zmiana istniejących lub wprowadzenia nowych mierników efektywności poszczególnych centrów odpowiedzialności. Działania te wymagają nierzadko głębokiej ingerencji w strukturę majątkową przedsiębiorstwa. Holistyczna restrukturyzacja nie może obejść się także bez szczegółowej analizy sytuacji zewnętrznej przedsiębiorstwa, dotyczącej jego pozycji rynkowej, analizy dotychczasowych i potencjalnych konkurentów itp.

Wymienione działania wymagają zaangażowania określonych środków finansowych. W związku z tym, wszelkie procesy restrukturyzacyjne powinny obejmować również zmiany struktury pasywów w ujęciu krótko (zmiany bieżące), jak i długoterminowym (zmiany strategiczne). Celem finalnym restrukturyzacji struktury kapitału ma być nie tylko finansowanie bieżących działań naprawczych. Wszelkie decyzje strategiczne w tym obszarze mają na celu ukształtowanie tzw. optymalnej struktury kapitału, czyli takiej, przy której koszt kapitału będzie jak najniższy. Umożliwi to realizację procesu maksymalizacji i kreacji wartości przedsiębiorstwa.

5.2.2. Fuzje i przejęcia

Przedsiębiorstwa nie będące w stanie skutecznie ograniczać luki wartości mogą stać się obiektem fuzji lub przejęcia przez inny podmiot. Fuzja stanowi połączenie, zjednoczenie się przedsiębiorstw handlowych, towarzystw akcyjnych²²⁷. Fuzja

226 Por. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena...*, s. 35.

227 Słownik wyrazów obcych, PWN, Warszawa 2014, s.293

więc traktowana jest jako synonim słowa połączenie, które tożsamy jest ze słowem łączenie, scalanie, spojenie, złączenie²²⁸. Zgodnie z przytoczoną definicją fuzja zawsze wiąże się z utratą osobowości prawnej przynajmniej jednej ze spółek²²⁹. Obecnie w literaturze przedmiotu używa się terminu fuzje i przejęci czyli określony zakres działań łączący powyższe przedsięwzięcia, ale bez ich konsolidacji. Dzieje się tak ze względu na odmienny tryb postępowania oraz efekty²³⁰.

Fuzja może nastąpić poprzez inkorporację lub konsolidację. Inkorporacja polega na włączeniu do jednej z łączonych spółek pozostałych organizacji gospodarczych (powstanie na bazie łączonych spółek nowego organizmu gospodarczego). W przypadku inkorporacji włączone spółki tracą osobowość prawną, pozostaje tylko ta spółka, do której włączono pozostałe. W przypadku konsolidacji wszystkie łączone podmioty gospodarcze tracą osobowość prawną na rzecz nowopowstałego podmiotu. Inkorporacja ma miejsce na ogół w sytuacji zróżnicowanej siły ekonomicznej łączonych spółek (silniejsza wchłania słabsze), zaś konsolidacja dotyczy na ogół spółek o względnie wyrównanej sile ekonomicznej.

Podstawową korzyścią wynikającą zarówno z inkorporacji, jak i konsolidacji jest efekt synergii. Synergia w przypadku procesów fuzji i przejęć oznacza korzyści w postaci:

- oszczędności w kosztach operacyjnych (zarządzanie, marketing, produkcja i dystrybucja);
- oszczędności finansowe (niższe koszty transakcyjne, większe zainteresowania analityków rynku kapitałowego);
- różnice w efektywności (zmiana zarządu na bardziej efektywny);
- zwiększona siła rynkowa (zmniejszona konkurencja).

Do innych korzyści wynikających z realizacji fuzji i przejęć zaliczyć można również:

- względy podatkowe
- nabycie aktywów po cenie niższej od kosztu ich odtworzenia („taniej jest kupić funkcjonującą firmę produkującą stal”)
- dywersyfikacja (dywersyfikacja pomaga stabilizować strumienie pieniężne, co jest korzystne dla właścicieli)
- osobiste interesy menedżerów (wynagrodzenia członków zarządu są wysoce skorelowane z wielkością spółki, osobiste animozje, chęć obrony własnych posiad, itp.).

228 Słownik języka polskiego, pod. Red. M. Szymczaka, PWN, Warszawa 2013, t. II, s. 788

229 Krzysztofek A., *Studia i Materiały, Miscellanea Oeconomicae*, Rok 17, Nr 1/2013, Wydział Zarządzania i Administracji Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach; Ludzie, zarządzanie, gospodarka

230 Rosińska M., *Trendy w międzynarodowych fuzjach i przejęciach jako konsekwencja ewolucji gospodarki światowej*; w: Kaszuba K., Wydymus S. (red.); *Czynniki i uwarunkowania rozwoju handlu międzynarodowego*; Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania w Rzeszowie; Kraków – Rzeszów 2008, s. 257-270

Do najczęściej spotykanych przyczyn przejmowania spółek zalicza się:

- dążenie do powiększenia spółki z uwagi na wzrost pozycji w otoczeniu,
- dążenie do pełniejszego wykorzystania posiadanych zdolności i umiejętności kadry menedżerskiej,
- dywersyfikacja ryzyka i minimalizacja kosztów związanych z napięciami finansowymi i bankructwem,
- unikanie przejęcia przez inną spółkę,
- wejście na nowy rynek drogą przejęcia innej spółki zazwyczaj trwa kilka tygodni lub miesięcy, podczas gdy drogą wewnętrznego rozwoju może trwać rok lub dłużej,
- nabycie spółki o silnej pozycji rynkowej często jest mniej kosztowne niż walka konkurencyjna o wejście na rynek,
- aktywa strategiczne, takie jak pozycja marki, kanały dystrybucji, własna technologia, patenty, znaki firmowe i doświadczona kadra kierownicza, często trudno wypracować we własnym zakresie, a czasem jest to w ogóle niemożliwe,
- istniejąca, sprawdzona spółka jest zazwyczaj obciążona mniejszym ryzykiem niż nowo powstająca.

Zestawienie motywów fuzji i przejęć, ze względu na grupy motywów, zamieszczono w tabeli 5.1.

Tabela 5.1. Zestawienie motywów fuzji i przejęć

Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy techniczne i operacyjne	Zwiększenie efektywności zarządzania Pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa Synergia operacyjna
Motywy rynkowe i marketingowe	Zwiększenie udziału w rynku Zwiększenie wartości dodanej Wylimitowanie konkurencji Komplementarność produktów Dywersyfikacja ryzyka działalności Wejście w nowe obszary działalności
Motywy finansowe	Wykorzystanie funduszy nadwyżkowych Zwiększenie zdolności zadłużenia Przejęcie gotówki Obniżenie kosztu kapitału Korzyści podatkowe Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy
Motywy menadżerskie	Wzrost wynagrodzeń kierownictwa Wzrost prestiżu i władzy Zmniejszenie ryzyka zarządzania Zwiększenie swobody działania

Źródło: Rozwadowska B., *Fuzje i przejęcia, Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem*, Studio EMKA, Warszawa 2012, s. 25.

Jedną z kluczowych przesłanek fuzji i przejęć jest delokalizacja produkcji. Polega ona na zakupie całości lub zorganizowanej części (np. fabryka) przedsiębiorstwa zlokalizowanego w atrakcyjnym geograficznie, społecznie, ekonomicznie lub politycznie regionie. Nowa lokalizacja dla spółki przejmującej oznacza korzyści w postaci optymalizacji kosztów produkcji (np. niższe koszty wynagrodzeń), klientów (nowe rynki zbytu) lub profity wynikające ze względów politycznych (unikanie płacenia ceł).

Fuzjom mogą podlegać przedsiębiorstwa o takiej samej, podobnej lub zróżnicowanej działalności gospodarczej. Ze względu na rodzaj działalności łączonych podmiotów rozróżnia się:

- Fuzje poziome dotyczące spółek prowadzących taką samą działalność gospodarczą, wytwarzających takie same lub substytucyjne produkty, działające na tych samych rynkach. Są one połączeniem potencjałów produkcyjnych i rynkowych i prowadzą do wzmocnienia pozycji rynkowej nowego podmiotu gospodarczego, głównie poprzez wzrost udziału w rynku, wspólnego wykorzystania *know-how*, przyspieszenia badań nad nowymi produktami i ich wprowadzenie na rynek. Często ukrytym celem tego rodzaju fuzji jest dążenie do monopolizacji rynku.
- Fuzje pionowe obejmują spółki realizujące kolejne etapy procesu produkcyjnego i rynkowego. Mogą obejmować dostawców materiałów i producentów, producentów i dystrybutorów. Połączone podmioty wzmacniają swoją pozycję rynkową, często ten rynek monopolizując. W przypadku tego rodzaju fuzji możliwe są dwa rozwiązania: fuzja do tyłu (połączenie spółki wytwarzającej produkty z jej dostawcami) i fuzja do przodu (połączenie producenta z dystrybutorami).
- Fuzje koncentryczne łączące podmioty, których działalność gospodarcza jest powiązana w zakresie geograficznym, technicznym lub rynkowym. Dotyczą one łączenia podmiotów gospodarczych ze spokrewnionych branż, zlokalizowanych na tym samym terenie (w tym samym regionie), itp.
- Fuzje konglomeratowe obejmujące spółki między którymi nie występują żadne więzi ekonomiczne, ani rynkowe. Często połączone podmioty zachowują samodzielność operacyjną. Głównym motywem powstawania takich fuzji jest na ogół chęć ograniczenia ryzyka gospodarczego poprzez dywersyfikację działalności.

Do najbardziej znanych motywów fuzji i przejęć należą:

- oczekiwane efekty ekonomiczne (teoria efektywności),
- zdobycie dominującej pozycji rynkowej (teoria monopolu).

Ze względu na cele rozróżnia się fuzje operacyjne i finansowe. Fuzje operacyjne polegają na integracji działalności podstawowej samodzielnych dotychczas podmiotów gospodarczych w celu uzyskania efektów synergicznych, które mogą być wynikiem:

- korzyści związanych ze wzrostem skali prowadzonej działalności (obniżenie kosztów wspólnych),
- oszczędności finansowych, związanych np. ze wzrostem zdolności kredytowej połączonych spółek, niższymi kosztami obsługi długów, itp.,
- wzrostu efektywności zarządzania aktywami połączonych spółek, np. wskutek upowszechnienia najbardziej skutecznych w danej grupie kapitałowej metod zarządzania,
- wzrostu siły rynkowej połączonych spółek, a tym samym relatywnym spadku kosztów sprzedaży.

Fuzje finansowe charakteryzują się tym, że działalność operacyjna połączonych podmiotów gospodarczych nie ulega zmianie. W tym przypadku nie oczekuje się efektu synergii. Wynik finansowy, jak i strumienie pieniężne przy takiej fuzji są zwykłą sumą wyników i strumieni finansowych połączonych podmiotów. Efektów połączenia upatruje się w możliwości obniżenia kosztu kapitału (lepszy dostęp dużych spółek do rynku kapitałowego) oraz w ewentualnych korzyściach podatkowych.

Biorąc pod uwagę kwestię wkomponowanie fuzji w strategię organizacji wyróżnia się:

- Fuzje strategiczne są rezultatem strategii rozwojowej łączonych spółek, zakładającej wzmocnienie pozycji konkurencyjnej połączonych podmiotów.
- Fuzje okazjonalne są rezultatem nadarzającej się okazji, spowodowanej na ogół niedoszacowaniem aktywów (tzw. luki wartości) jednej ze spółek. Spółka dążąca do fuzji chce osiągnąć krótkookresową korzyść, pozwalającą na poprawę jej wyników rynkowych i finansowych

Ze względu na sposób i procedurę łączenia przedsiębiorstw rozróżnia się fuzje przyjacielskie i fuzje wrogie. Fuzje przyjacielskie mają miejsce wówczas, gdy warunki połączenia zostały zaakceptowane przez zarządy łączonych spółek. Często są poprzedzone wcześniejszymi zabiegami tych zarządów o przejęcie. Te zabiegi mogą być wynikiem słabej kondycji finansowej lub rynkowej spółek lub brakiem możliwości skompletowania kompetentnych zarządów. Fuzje przyjacielskie mają niekiedy charakter obronny. Zarządy spółek bronią się w ten sposób przed połączeniem niepożądanym. Fuzje wrogie dokonywane są na ogół wbrew stanowisku dotychczasowych zarządów. Opór zarządów może wynikać z innej wizji rozwoju spółki lub z obawy przed utratą stanowisk. W przypadku fuzji wrogiej spółka przejmująca składa na ogół ofertę zakupu bezpośrednio właścicielom, z pominięciem zarządu przejmowanego podmiotu.

Fuzje przyjazne mają na uwadze cele obu spółek, wrogie zaś realizują cel podmiotu przejmującego – mogą mieć oczywiście pozytywny wpływ na oba przedmioty, ale ujęty jest tylko pryzmat jednej strony. Zazwyczaj wrogie przejęcie, a raczej przygotowanie do niego odbywa się bez wiedzy spółki przejmowanej.

Przejęcie charakteryzuje się tym, że przejmowane przedsiębiorstwa nie tracą osobowości prawnej. Nadal istnieją jako samodzielne byty prawne. Podmiot prze-

mujący uzyskuje natomiast kontrolę nad przejętymi jednostkami gospodarczymi. Istotą przejęcia jest przeniesienie kontroli nad przejmowanymi podmiotami gospodarczymi z jednej grupy inwestorów na inną. Może ono nastąpić przez:

- zakup akcji lub udziałów,
- zakup majątku (aktywów),
- uzyskanie pełnomocnictwa przez jednego lub grupę współwłaścicieli od innych współwłaścicieli, przez co uzyskują większe prawo do współdecydowania na walnym zgromadzeniu,
- prywatyzację polegającą na wykupie przez indywidualnego inwestora lub grupę inwestorów składającą się z kierownictwa spółki lub inwestorów zewnętrznych akcji notowanych na giełdzie i wycofanie spółki z obrotu publicznego w celu przejęcia nad nią pełnej kontroli,
- dzierżawę z uprawnieniem do wykonywania praw właścicielskich w zakresie najistotniejszych spaw spółki,
- wspólne przedsięwzięcie polegające na utworzeniu na bazie wydzielonych z aktywów jednej lub kilku spółek części majątku nowej spółki, nad którą kontrolę przejmuje akcjonariusz większościowy.

Do najczęściej spotykanych przyczyn przejmowania przedsiębiorstw zalicza się²³¹:

- dążenie do powiększenia przedsiębiorstwa z uwagi na wzrost pozycji w otoczeniu,
- dążenie do pełniejszego wykorzystania posiadanych zdolności i umiejętności kadry menedżerskiej,
- dywersyfikacja ryzyka i minimalizacja kosztów związanych z napięciami finansowymi i bankructwem,
- uniknięcie przejęcia przez inną firmę.

Realizacja procesu fuzji lub przejęcia powinna być przemyślana i wkomponowana w strategię przedsiębiorstwa. Decyzja musi być poprzedzona szczegółową analizą prawno-ekonomiczno-technologiczną. Proces ten nosi nazwę analizy **due dilligence**. Analizę tą można utożsamiać z badaniem lub audytem potencjalnej inwestycji, której celem jest potwierdzenie przypuszczeń związanych z nabywanym podmiotem. Analiza due dilligene ma zatem na celu ograniczenie zjawiska asymetrii informacyjnej w transakcji kupna –sprzedaży przedsiębiorstwa lub jego zorganizowanej części²³².

Poza wielowymiarową analizą prawno-ekonomiczno-technologiczną niemałym problemem jest sfinansowanie samego procesu fuzji lub przejęcia. Zainteresowanymi tego typu transakcjami mogą być zarówno interesariusze zewnętrzni

231 Por. Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-PRESS, Warszawa 1998, s. 16.

232 Wyczerpująca charakterystyka analizy due dilligence została zaprezentowana w książce: Helin A., Zorde K., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 37-69.

(inne firmy) jak i wewnętrzni (np. pracownicy). Z uwagi na charakter inwestorów, czyli osoby uczestniczące w procesie przejęcia, rozróżnia się:

- wykup menedżerski (*MBO – Management Buy Out*), jeżeli podmiotem przejmującym są menedżerowie danej spółki lub też spoza niej,
- wykup pracowniczy (*EBO – Employees Buy Out*), jeżeli inwestorami są pracownicy zatrudnieni w spółce.

5.3. Polityka dywidend a wartość przedsiębiorstwa

Polityka dywidendy jest jedną z najistotniejszych decyzji podejmowanych przez spółki. Nie może się ona odbywać się bez analizy szerszego kontekstu funkcjonowania organizacji. Powinna uwzględniać takie elementy jak oczekiwania akcjonariuszy, potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstwa, możliwości spłaty zaciągniętych zobowiązań itd. Przedsiębiorstwa chcąc realizować płatności na poczet akcjonariuszy nie zawsze muszą decydować się na wypłatę dywidend. Mogą to zrobić np. poprzez wykup akcji (nabycie akcji własnych).

Termin „dywidenda” wywodzi się od łacińskiego słowa *dividendum*, które oznacza „to, co jest do podziału”²³³. Samo zaś pojęcie „dywidendy” określa rezultat owego podziału. Używa się wielu definicji dywidend, wśród których pewne z nich kładą nacisk na integralny związek dywidendy z zyskiem spółki oraz wskazują na występowanie zysku jako finansowej przesłanki jej uchwalenia. Dywidendę można utożsamiać ze częścią zysku, który wypłacany jest akcjonariuszom²³⁴. Z punktu widzenia stricte finansowego, dywidenda oznacza koszt korzystania z kapitału akcjonariuszy, dla których stanowią swoiste wynagrodzenie za ryzyko wynikające z postawienia kapitałów do dyspozycji spółki. Dla spółki będzie to zatem cena, jaką płaci się inwestorowi w związku z nabyciem wyemitowanych przez nią akcji²³⁵. Z punktu widzenia rachunkowego dywidenda stanowi dla przedsiębiorstwa wydatek, w przeciwieństwie do płatności z odsetkowych z tytułu korzystania z kredytu bankowego, które są zaewidencjonowane w rachunku zysków i strat, stanowiąc dla przedsiębiorstwa koszt podatkowy. Dla akcjonariuszy dywidenda jest natomiast dochodem, który podlega opodatkowaniu według zryczałtowanej stawki, wynoszącej w Polsce 19%²³⁶.

Polityka dywidend powinna zatem być oparta na szeregu danych ekonomiczno-finansowych, a także uwzględniać oczekiwania możliwie najszerszej grupy interesariuszy. Dotyczy to w szczególności spółek publicznych, dla których kwestie

233 *Słownik wyrazów obcych*, PWN, Warszawa 1999, s. 263.

234 Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997, s. 289.

235 Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków, 1999, s. 50.

236 Por. art. 17 ust. 1 pkt 4 Ustawy z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 1991 Nr 80 poz. 350 ze zm.).

wizerunkowe są niekiedy nie mniej ważne niż stabilność finansowa. Dzięki korzystnej i zarazem przewidywalnej polityce dywidend możliwe jest wykreowanie wizerunku organizacji pewnej, bezpiecznej i rozwojowej. Informacje te są wyjątkowo pożądane dla firm pragnących realizować kosztowne projekty inwestycyjne i pozyskać do tego celu tani kapitał akcyjny.

Ogół dywidend można podzielić na²³⁷:

1. zwykłe - wypłacane akcjonariuszom z tytułu posiadania akcji (regularne, wypłacane w pewnych odstępach czasu oraz nieregularne, wypłacane okazjonalnie, bez przewidywalnego harmonogramu).
2. dodatkowe – wypłacane w okresie wysokich zysków, lecz na tyle niestabilnych, iż podwyższona kwota dywidendy byłaby niemożliwa do zachowania w późniejszych okresach.
3. specjalne – wypłacane w szczególnych okolicznościach; inwestorzy nie mogą liczyć na powtórzenie ich wypłat w przyszłości.
4. likwidacyjne – wypłacane w chwili zamykania części działalności spółki bądź w sytuacji jej likwidacji.

Kodeks Spółek Handlowych²³⁸ przewiduje dywidendy od akcji zwykłych i uprzywilejowanych. Poziom dywidend od akcji zwykłych ustala się podczas corocznego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Tego rodzaju dywidendy pozostają w określonej relacji względem wartości nominalnej akcji. Kwota przeznaczona na dywidendę nie może przewyższać zysku za ubiegły rok obrotowy powiększonego o kapitały rezerwowe tworzone w tym celu w poprzednich latach oraz pomniejszonego o powstałe straty oraz część kapitałów rezerwowych²³⁹.

Dywidendy mogą być wypłacane w postaci gotówki, bezgotówkowo albo w innej formie. Kwestia ta nie jest sprecyzowana przez żadne przepisy Kodeksu Spółek Handlowych. Należy podkreślić, że zdecydowana większość dywidend wypłacana jest w formie gotówkowej. Istnieje jednak możliwość wypłaty dywidend w postaci akcji. Taką formę gratyfikacji wybierają zazwyczaj spółki borykające się z problemem płynności finansowej, ponieważ dywidendy w postaci akcji zatrzymują strumień gotówki w firmie oraz nie dopuszczają do dalszego pogorszenia się sytuacji przedsiębiorstwa. Dywidendy w postaci akcji dają możliwość utrzymania stałej polityki dywidend oraz pozytywnego wizerunku firmy w związku z podobną zawartością informacyjną do dywidend gotówkowych. Ponadto mają one wpływ na poprawę płynności akcji przedsiębiorstwa, powodując zwiększenie ich liczby w obrocie.

237 *ibidem* s. 58.

238 Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

⁴⁴ Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998, s.26.

239 Por. art. 348 Ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

Analizę wypłacanych dywidend można przeprowadzić za pomocą następujących wskaźników:

- Stopa wypłaty dywidendy
- Stopa dywidendy (dividend yield),
- Wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto.

Stopa wypłaty dywidendy jest jednym z kluczowych mierników obrazujących perspektywy rozwojowe przedsiębiorstwa. Definiuje on także politykę dywidendową realizowaną przez spółkę. Jest także odzwierciedleniem udziału dywidendy w zysku po opodatkowaniu. Wskaźnik ten można oszacować następująco²⁴⁰:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

gdzie:

DPR (dividend payout ratio) – wskaźnik stopy wypłaty dywidendy,

DPS (dividend per share) – dywidenda przypadająca na jedną akcję,

EPS (earning per share) – zysk netto przypadający na jedną akcję.

Wskaźnik ten informuje jaka część zysku po opodatkowaniu została przeznaczona na wypłatę dywidend. Wskaźnik ten, mimo że klarowny, okazuje się jednak nieprzydatny w sytuacji generowania przez spółkę straty netto. W takich sytuacjach dywidenda może być wypłacana np. z pozostałych kapitałów rezerwowych²⁴¹.

Odwrotnością wskaźnika stopy wypłaty dywidendy jest wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto, który oblicza się według wzoru²⁴²:

$$COVR = \frac{EPS}{DPS}$$

gdzie:

COVR (cover ratio) – wskaźnik pokrycia dywidendy zyskiem netto.

Wskaźnik ten dostarcza informacji o tym, ile zysku netto przypada na 1 zł zysku przeznaczzonego na dywidendę. Obserwacja zmian wartości tego wskaźnika pozwala zaobserwować stabilność polityki wypłaty dywidend. W przypadku wysokiej jego zmienności można wnioskować o niestabilnej sytuacji ekonomiczno-finansowej lub nieprzemysłanej polityce rozwojowej, bądź też braku zainteresowania przedsiębiorstwa kształtowaniem transparentnego obszaru informacyjnego dla akcjonariuszy.

240 *ibidem* s. 85-94.

241 Kowerski, M., *Ekonomiczne uwarunkowania...*, op. cit., s. 15-18.

242 Sierpińska M., *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa-Kraków, 1999, s. 85-94.

Analizę polityki dywidendowej spółki można prowadzić także z wykorzystaniem wskaźnika stopy dywidendy. Wskaźnik ten można oszacować jako iloraz wartości rocznych dywidend wypłacanych na akcję zwykłą i ceny rynkowej akcji²⁴³:

$$DY = \frac{DPS}{P}$$

gdzie:

DY (dividend yield) – wskaźnik stopy dywidendy

P – cena rynkowa jednej akcji.

Stopę dywidendy określa się także efektywnością akcji²⁴⁴. Poza stopami dywidend dla danych przedsiębiorstw oblicza się również średnią wartość wskaźnika dla całego rynku oraz poszczególnych sektorów gospodarki. Trzeba zwrócić uwagę na to, że stopa dywidendy będzie wysoka, jeśli spółka²⁴⁵ wypłaca wysokie dywidendy przypadające na 1 akcję, a także wówczas, gdy cena akcji będzie niska. Przykładowo, jeżeli w bieżącym roku spółka wypłaciła taką samą dywidendę na 1 akcję jak w roku ubiegłym, a w tym okresie cena rynkowa jej akcji spadła, to stopa dywidendy wzrośnie, lecz akcjonariusz nie odczuje żadnej zmiany.

Polityki dywidend nie można sprowadzać wyłącznie do analizy matematycznej. Polityka dywidendowa przedsiębiorstwa to szereg różnorodnych analiz o charakterze ilościowym i jakościowym, mający na celu znalezienie najbardziej pożądanego scenariusza rozwoju organizacji. Firmy dojrzałe, o ugruntowanej pozycji na rynku, pragnące nie tylko utrzymać status quo, ale zainicjować dalsze prace rozwojowe, muszą w swojej strategii uwzględniać politykę dywidendową. Polityka ta powinna być dostosowana do cyklu życia organizacji oraz uwzględniać oczekiwania interesariuszy wewnętrznych (zarząd, pracownicy itp.) i zewnętrznych (głównie akcjonariusze).

Istnieją co najmniej trzy teorie preferencji inwestora w kontekście polityki dywidendowej:

1. Teoria nieistotności dywidendy (Miller, Modgiliani), w świetle której ceny akcji nie są zdeterminowane poziomem wypłacanych dywidend.
2. Teoria „wróbla w garści” (Gordon, Lintner), zgodnie z którą inwestorzy wyżej ceną bieżące wpływy z tytułu dywidendy niż zysk kapitałowy. Powodem tego jest fakt, iż bieżące wpływy są znacznie pewniejsze, a w związku z tym mniej ryzykowne niż to co się wydarzy w przyszłości.

243 W. Janik, A. Paździor, Zarządzanie finansami spółki kapitałowej, PWE, Warszawa 2010, s.

...

244 Śliwa J., *Budżetowanie finansowe*, [w:] W. Szczęsny, J. Śliwa, *Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie*, C.H. Beck, Warszawa, s. 97.

245 Kowerski, M., *Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne*, KA, Kraków – Rzeszów – Zamość 2011, s. 15-18.

3. Teoria preferencji podatkowych (Litzenberger, Ramaswamy), uwzględniająca wpływ zasad opodatkowania dochodów z dywidendy i zysków kapitałowych na preferencje inwestorów.

Każda z prezentowanych teorii ma swoje wady i zalety. Trudno jest zatem jednoznacznie stwierdzić, która z nich ma największe zastosowanie w praktyce. Pełniejsze zrozumienie wpływu polityki dywidendowej na wartość przedsiębiorstwa nie jest możliwe bez zapoznanie się z następującymi teoriami:

- a) Teoria sygnalizacji polityki dywidend
- b) Teoria klienteli
- c) Teoria agencji.

Teoria sygnalizacji zakłada, że istnieje asymetria informacji pomiędzy akcjonariuszami i zarządem. Asymetria ta ma swoje uzasadnienie, ponieważ menedżerowie wiedzą na ogół więcej o rzeczywistej sytuacji finansowej spółki niż interesariusze zewnętrzni. Co prawda, spółki publiczne mają obowiązek kwartalnego publikowania raportów okresowych, jednak zakres informacji w nich zawartych jest ograniczony, a zasób informacyjnym obejmuje kontekst głównie historyczny.

Asymetria informacji może stwarzać pokusę możliwości wykorzystania informacji tajnych do manipulowania kursami akcji np. poprzez wypłacanie coraz wyższych dywidend, kosztem rezygnacji potrzebnych projektów inwestycyjnych. Proceder ten, zakładając symetrię informacyjną w długim horyzoncie czasowym, może być jednak realizowany wyłącznie przez krótki okres. W dłuższej perspektywie inwestorzy i tak zdobędą informacje o faktycznej kondycji finansowej i potrzebach inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Konsekwencją będzie zatem powrót cen akcji do poziomów sprzed rozpoczęcia takiej manipulacji.

Przyjmując założenie, że celem racjonalnie myślących menedżerów jest zwiększenia i kreacja wartości w długim okresie, nie można pomijać kwestii zarówno asymetrii informacyjnej, jak i ewentualnych rozbieżności w opodatkowaniu dywidend i zysków kapitałowych. Menedżerowie odpowiedzialni za strategię powinni zatem także uwzględniać tzw. efekt klienteli. Efekt ten polega na podziale inwestorów na grupy preferujące odmienne polityki dywidend w zależności od grupy podatkowej, w jakiej się znajdują. Dla przykładu, wysokimi dywidendami mogą być zainteresowani akcjonariusze, którzy albo liczą na stały dochód z akcji albo też znajdują się w niskim lub zerowym progu podatkowym (np. fundusze emerytalne). Z kolei, relatywnie niskie wypłaty dywidend mogą być atrakcyjne dla młodych inwestorów, którzy obciążeni są wysokimi obciążeniami od dochodów osobistych. Korzystniejsze dla nich jest zatrzymanie przez spółkę zysku i realizacja w przyszłości rentownych projektów inwestycyjnych, dzięki którym ceny akcji będą wzrastały. Mają oni po prostu czas na skonsumowanie wówczas, gdy ich dochody osobiste będą niższe, a obciążenia podatkowe mniejsze.

Upowszechnianie spółek kapitałowych i związana z tym popularyzacja modelu menedżerskiego zarządzania przedsiębiorstwem doprowadziło do pojawienia się

kolejnej kwestii, istotnej szczególnie w odniesieniu do spółek publicznych. Rozdzielenie własności i kontroli w tego typu podmiotach spowodowało wyodrębnienie pojęć właściciela i jego agenta, czyli menedżera. Z uwagi na to, iż obydwie grupy dążą do maksymalizacji swoich korzyści, rodzi się uzasadnione podejrzenie, że menedżer nie zawsze działa w najlepszym interesie właściciela. W celu ograniczenia niezgodnych z interesami firmy działań właściciele nierzadko zmuszeni są ponosić koszty związane z kontrolowaniem działalności menedżerów, czyli do ponoszenia kosztów agencji. Przedsiębiorstwa dysponujące wysokimi nadwyżkami wolnych środków pieniężnych powinny zatem prowadzić taką politykę dywidendową, która, z jednej strony umożliwiałaby partycypację w tych korzyściach przez menedżerów. Z drugiej strony istotne wydaje się to, by właściciele wypłatami dywidend kontrolowali wolne zasoby w taki sposób, by nie pozostawiało ich zbyt wiele w dyspozycji menedżerów. Ci, w sytuacji zmniejszonych zasobów gotówkowych będą zmuszeni do pozyskiwania środków z zewnątrz, np. z banku. Spowoduje to w konsekwencji przerwienie kontroli finansowej z właściciela na kredytodawcę. Na tym przykładzie widać, że kształtowanie odpowiedniej polityki dywidend w przedsiębiorstwie ma duży wpływ na poziom kosztów agencji.

Podsumowując, stwierdzić należy, że polityka dywidend ma istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Warto jednak podkreślić, że w dzisiejszym świecie koncentrowanie uwagi wyłącznie na strategii wynagrodzenia dla inwestorów zewnętrznych jest niewystarczające dla efektywnej realizacji strategii kreacji wartości organizacji. Zarządzanie współczesnym przedsiębiorstwem wymaga zwrócenia uwagi na całość działań, mających na celu uwzględnianie interesów możliwie najliczniejszej grupy interesariuszy. Oznacza to nic innego, jak respektowanie zasad zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu. Bez względu na indywidualną percepcję tych koncepcji, podkreślić należy, że w strategii współczesnego przedsiębiorstwa nie można pominąć tych kontrowersyjnych zagadnień.

5.4. Zarządzanie wartością w warunkach zrównoważonego rozwoju

W koncepcji zrównoważonego rozwoju i społecznej odpowiedzialności biznesu (*Corporate Social Responsibility – CSR*) zakłada się, że przedsiębiorstwa nie dążą do maksymalizacji zysku, ale dobrowolnie uwzględniają interes społeczny i kwestie ochrony środowiska naturalnego. Ponadto, postępują etycznie w relacjach ze wszystkimi grupami interesariuszy. CSR bazuje zatem na dobrowolnych inicjatywach wykraczających poza wymogi prawne i umowne zobowiązania. Beneficjentami tych inicjatyw są zarówno pracownicy, jak i kontrahenci oraz klienci, a także inne grupy społeczne poprzez korzyści wynikające np. z dbania o środowisko naturalne. Warto również zaznaczyć, że istnieje dodatnia zależność między

koncepcją CSR a wartością przedsiębiorstwa, gdyż w świetle teoretycznych założeń, w dłuższej perspektywie jej implementacja przyczyniać się będzie do wzrostu sprzedaży²⁴⁶. W koncepcji zrównoważonego rozwoju poddaje się krytyce również wzrost gospodarczy tłumacząc, że ten drugi opiera się efektywnym wykorzystaniu dostępnych zasobów, podczas gdy rozwój utożsamiany jest ze zmianą wydajności generującej nowe zasoby niezbędne do dynamicznego wzrostu. Przy kalkulacji PKB mierzy się przepływ towarów i usług w obszarze konkretnego rynku. Jest on miarą aktywności gospodarczej, a nie dobrobytu społecznego²⁴⁷. Wzrost jest zatem zmianą ilościową, natomiast rozwój ma charakter jakościowy, gdzie zmiany strukturalne pomagają we wzroście innowacyjności i produktywności. Wzrost może prowadzić do rozwoju tylko wówczas, jeżeli nadwyżki generowane przez firmę są reinwestowane nie tylko w infrastrukturę rzeczową, ale również w zasoby niematerialne, w tym w kapitał ludzki. Podobnie rozwój przyczyni się do wzrostu w perspektywie długoterminowej.

Okazuje się, że już nie tylko same czynniki endogeniczne decydują o sukcesie organizacji w nowej rzeczywistości gospodarczej. W celu budowy fundamentów pod ochronę i wzrost wartości nie wystarczy już koncentracja uwagi na klientach i rynkach zbytu, zatrudnieniu i zarządzaniu przedsiębiorstwem, dostawcach i rynkach zaopatrzeniowych oraz procesach i innowacjach²⁴⁸. Konieczne jest również budowanie dobrych relacji ze społecznością lokalną, dbanie o środowisko naturalne, kształtowanie korzystnych kontaktów z władzami samorządowymi oraz przestrzeganie podstawowych zasad etyki menedżera²⁴⁹. Niemalże znaczenie ma również opracowanie transparentnego modelu przekazywania informacji finansowych między przedsiębiorstwem i interesariuszami²⁵⁰.

246 por. http://www.csr-in-smes.eu/downloads/brochure_poland.pdf (stan z 17.07.2012 r.)

247 por. *Global Green Economy*, Science for Environmental Policy, DG Environmental News Alert Service, s. 5: <http://ec.europa.eu/environment/integration/research/newsalert/pdf/25si.pdf> (stan z 17.07.2012 r.).

248 Por. Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 206-225.

249 W Polsce kodeks etyki w działalności gospodarczej powstał w 1989 r. Poza tym, tworzone były kodeksy etyki menedżera, doradcy gospodarczego, biegłego rewidenta, maklera giełdowego, czy nawet pracownika nauki (por. Nogalski B., Śniadecki J., *Etyka zarządzania przedsiębiorstwem*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego Sp. z o.o., Bydgoszcz 2001, s. 210-233).

250 Zabiegi mające na celu wzrost transparentności, jako reakcja na kryzys, podejmowane są niemal na całym świecie. Dla przykładu można podać, iż 15 lipca 2010 r. Kongres USA uchwalił ustawę Dodd-Franka o *Reformie Wall Street i Ochronie Praw Konsumentów*, której celem jest m.in. określanie zasad transparentności w systemie finansowym, zakończenie zasady „to big to fail” oraz zabezpieczenie interesów konsumentów przed nadużyciami ze strony firm pośrednictwa finansowego: Por. Guzek M. (red.), *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 2012, s. 225-226.

Implementacja zasad zrównoważonego biznesu²⁵¹, jako droga do kreacji wartości, wymagała będzie również współpracy przedsiębiorstwa z władzami, zarówno na szczeblu lokalnym, jak i centralnym. Jak zauważa M. Guzek, „w prawidłowo działającym państwie musi istnieć komplementarność, czyli wzajemne uzupełnianie się funkcji rynku i funkcji państwa”²⁵². W pokryzysowej gospodarce na znaczeniu ponownie zyskują takie kwestie, jak uczciwość oraz etyczność postępowania. Z tego względu, stosowanie zasad związanych z systemem CSR może okazać się ważnym i atrakcyjnym argumentem dla inwestorów, wspomagającym ich decyzje finansowe²⁵³, a co za tym idzie, szansą dla spółek na przetrwanie i dalszy rozwój.

251 (*Defining a Green Economy: A Primer on Green Economic Development*, University of California, Center for Community Innovation, Berkeley, November 2008, s. 4).

252 Por. Guzek M., *Makroekonomia i polityka po neoliberalizmie, zmiany w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Warszawa 2011, s. 177.

253 Por. Szablewski A., *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 391-392.

Literatura

1. Altkorn J., Podstawy Marketingu, Instytut Marketingu, Kraków 2001.
2. Andriessen D., IC Valuation and Measurement. Classifying the state of the art, "Journal of Intellectual Capital", Vol. 5 No. 2.
3. Arnold G.C., Hatzopoulos P.D., The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evi-dence from the United Kingdom, "Journal of Business Finance & Accounting", Vol. 27(5)&(6), June/July 2000.
4. Azad N., Mohajeri L., The Effects of Intellectual Capital on Financial Performance: A case study of petrochemical and pharmaceutical firms, Management Science Letters 2 (2012), Growing Science Ltd.
5. Bea F.K., Dichtl E., Schweitzer M., Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, tom 1, Gustav Fischer Verlag, Stuttgart 1988.
6. Benninga S.Z., Sarig O.H., Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny, WIG-Press, Warszawa 2000.
7. Besley S., Brigham E.F., Principles of Finance, South-Western Cengage Learning, Ma-son 2009.
8. Best P., Wartość narażona na ryzyko, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000.
9. Bieliński J. (red.), Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału, CeDeWu sp. z o.o., Warszawa 2004.
10. Bieliński J. (red.), Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa... op. cit.
11. Black A., Wright P., Bachman J.E., W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy. Wyd. Dom Wydawniczy ABC. Warszwa 2000.
12. Bodie Z., Merton R.C., Cleeton D.L., Financial Economics, Pearson Education, Dorling Kindersley India Pvt. Ltd., New Delhi 2009.
13. Bogacka-Kisiel E., Usługi finansowe w zarządzaniu finansami gospodarstw domowych, Wydawnictwo Uniwersytetu Opolskiego, Opole 2011.
14. Bonis N., Assessing knowledge assets: a review of the models used to measure intellec-tual capital, http://business.queensu.ca/kbe/frameworkpapers/framework/fp_00-01.pdf
15. Bontis N., Fitz-enz J., Intellectual capital ROI: a casual map of human capital antec-ed-ents and consequences, "Journal of Intellectual Capital", Vol. 3, No. 3, 2002.
16. Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1997.

17. Borowiecki R., Kwieciński M. (red.), *Informacja w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2003.
18. Borowiecki R., *Wycena nieruchomości i przedsiębiorstw*, Twigger, Warszawa 1996.
19. Borowski K., *Finanse behawioralne. Modele*, Difin, Warszawa 2014.
20. Brigham E.F., *Podstawy zarządzania finansami cz. 2*, PWE, Warszawa 1996.
21. Bywalec Cz., *Ekonomika i finanse gospodarstw domowych*, PWN, Warszawa 2009.
22. Caputa W., Szwajca D. (red.), *Finanse we współczesnych procesach kreowania wartości*, CeDeWu, Warszawa 2008.
23. Chadam J., *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych. Identyfikacja, analiza, zarządzanie*, Difin, Warszawa 2012.
24. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: Mierzenie i kształtowanie wartości firmy*, WIG Press, Warszawa 1997.
25. Cornell B., *Wycena spółek. Metody i narzędzia efektywnej wyceny*, LIBER, Warszawa 1999.
26. Cwynar A., Cwynar W., *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*, Polska Akademia Rachunkowości oraz Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie, Warszawa-Rzeszów 2007.
27. Cwynar A., Cwynar W., *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
28. Czekał J., *Metody zarządzania przedsiębiorstwem*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2000.
29. Damodaran A., *The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables*, Stern School of Business, New York 2000.
30. *Defining a Green Economy: A Primer on Green Economic Development*, University of California, Center for Community Innovation, Berkeley, November 2008.
31. Dębski W., *Teoretyczne i praktyczne aspekty zarządzania finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
32. Diamond M. Jr., *Schumpeter's Creative Destruction: A Review of the Evidence*, Department of Economics, University of Nebraska at Omaha.
33. Dobiegała-Korona B., Herman A. (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2006.
34. Dobija M., Dobija D., *Premia za ryzyko jako stała ekonomiczna*, w: „*Ekonomika i organizacja przedsiębiorstwa* „ 6/2006.
35. Dudycz T. (red.), *Mikroekonomiczne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstw*, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2008.
36. Dudycz T., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
37. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, PWE, Warszawa 2011.

38. Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 1998.
39. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe NOVUM sp. z o.o., Płock – Łódź 2001.
40. Dzikowski R., *Managing Intellectual Capital, "Good Practice Guideline" 1999*, De-cember.
41. Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny. Poznaj prawdziwą wartość swego przedsiębiorstwa, odnajdując jego ukryte korzenie*, PWN, Warszawa 2001.
42. Ehrbar A., *EVA. Strategia tworzenia wartości przedsiębiorstwa*, WIG-Press, Warszawa 2000.
43. Fazłagić A., *Pomiar kapitału intelektualnego w organizacjach usługowych, „Controlling i rachunkowość zarządcza” 2/2006*.
44. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie Finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
45. Gierszewska G., Romanowska M., *„Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”*, PWE, Warszawa 2003.
46. *Global Green Economy, Science for Environmental Policy, DG Environmental News Alert Service*.
47. Godziszewski B., Haffer M., Stankiewicz M. J., *Wiedza jako czynnik międzynarodowej konkurencyjności w gospodarce*, Dom Organizatora, Toruń 2005.
48. Gos W., *Rachunek przepływów pieniężnych*, Difin, Warszawa 2011.
49. Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, wyd. PWN, Warszawa 2002.
50. Guzek M. (red.), *Ekonomia i polityka w kryzysie. Kierunki zmian w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Instytut Studiów Politycznych PAN, Warszawa 2012.
51. Guzek M., *Makroekonomia i polityka po neoliberalizmie, zmiany w teoriach*, Uczelnia Łazarskiego, Warszawa 2011.
52. Hammer M., *Beyond Reengineering*, Harper Collins, New York 1996.
53. Harrison S., P. H. Sullivan Sr., *Profiting from Intellectual Capital. Learning from Leading Companies, "Journal of Intellectual Capital" 1/2000*.
54. Hauser M., *Gospodarka przedsiębiorstwa zorientowana na wartość, w: „Rachunkowość Zarządcza i Controlling”, nr 10, 2000*.
55. Hawanini G., Viallet C., *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007.
56. Hegedahl P., *Kapitał intelektualny – kluczowy majątek współczesnej organizacji*, Górak K., *Wycena własności niematerialnej w przedsiębiorstwie*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, 2007.
57. Heisig P., Runeson J., *Measuring Intangible Assets for Sustainable Business Growth* Celemi AB, *Medium-Sized and Fast Growing*, w: Mertins K., Heisig P., Vorbeck J. (red), *Knowledge Management Best Practices in Europe*, Springer-Verlag, Berlin 2001.

58. Helin A., Zorde K., Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
59. Hendriksen E.A., van Breda M.F., Teoria rachunkowości, wyd. PWN, Warszawa.
60. Herman A., Przedsiębiorstwo w kapitalizmie giełdowym, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” nr 2, 2007.
61. Herman A., Szablewski A., Zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 1999.
62. Hirschleifer J., Investment decision under uncertainty – choice theoretic approaches, “The Quarterly Journal of Economics” 1965, t. 74.
63. Horowski W., Konowicz Ł., Strategia podnoszenia wartości przedsiębiorstwa w zarządzaniu procesami, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2002.
64. <http://bbc.uw.edu.pl/Content/3/03.pdf> (stan z 12.10.2012 r.).
65. <http://ec.europa.eu/environment/integration/research/newsalert/pdf/25si.pdf> (stan z 17.07.2012 r.).
66. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (stan z 15.11.2012 r.).
67. http://www.atfconsulting.eu/oferta_uslug/wyceny/wyceny.html (stan z 08.05.2012 r.).
68. http://www.atfconsulting.eu/oferta_uslug/wyceny/wyceny.html (stan z 08.05.2012 r.).
69. http://www.csr-in-smes.eu/downloads/brochure_poland.pdf (stan z 17.07.2012 r.).
70. <http://www.datosmacro.com/en/risk-premium> (stan z 15.11.2012 r.).
71. <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Spain/Price-History> (stan z 09.05.2012 r.).
72. http://www.gpw.pl/indeksy_gieldowe?isin=PL9999999482&ph_tresc_glowna_start=show (stan z 16.10.2015 r.).
73. <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard> (stan z 15.11.2012 r.).
74. http://www.kapital.edu.pl/pliki/wyroznione_prace/fraczek_piotr.pdf (stan z 17.03.2013 r.).
75. https://r-brokers.pl/documents/10162/272038/Metoda_DCF.pdf (stan z 08.05.2012 r.).
76. https://r-brokers.pl/documents/10162/272038/Metoda_DCF.pdf (stan z 08.05.2012 r.).
77. Isaac R.G., Herremans I.M., Intellectual Capital Management: Pathway to Wealth Creation, Journal of Intellectual Capital, 10 (1), 2009.
78. Jagielnicki A., ” Inwestycje giełdowe. Jak grać i wygrać”, Helion, Gliwice 2007.
79. Jajuga K., Jajuga T., Inwestycje, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
80. Jaka wiedza, taka przedsiębiorczość, „Gazeta Prawna”, listopad 2003.

81. James M., Koller T.M., Valuation in emerging markets, "The McKinsey Quarterly, 2000, No. 4: Asia Revalued.
82. Janik W., Paździor A., Zarządzanie finansami spółki kapitałowej, PWE, Warszawa 2010.
83. Janik W., Paździor A., Zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwie, Politechnika Lubelska, Lublin 2011.
84. Janik W., Zarządzanie finansami firmy, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Administracji w Lublinie, Lublin 2002.
85. Jevons W.S., The Theory of Political Economy, London 1871.
86. Jewchutowicz A. (red.), Wiedza, innowacyjność, przedsiębiorczość a rozwój regionów, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2004.
87. Jeżewska-Zychowicz M.: Zachowania żywieniowe i ich uwarunkowania, SGGW, Warszawa 2007.
88. Jog V., Suszyński C., Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa. Wyd. Centrum Informacji Menedżera. Warszawa 1993
89. Johnson H., Koszt kapitału. Klucz do wartości firmy, Warszawa 2000.
90. Johnson H., Ocena projektów inwestycyjnych. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, LIBER, Warszawa 2000.
91. Kamela-Sowińska A., Metody wyceny przedsiębiorstw i ich składników majątkowych. Wyd. SKWP. Warszawa 1994.
92. Kamela-Sowińska A., Wartość firmy, PWE, Warszawa 1996.
93. Kamela-Sowińska A., Wycena przedsiębiorstw i ich mienia w warunkach inflacji, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Zeszyty Naukowe – Seria II, Prace doktorskie i habilitacyjne, Zeszyt 114, Poznań 1993.
94. Kaplan R.S., Norton D.P., Strategiczna Karta Wyników, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 2001.
95. Kaplan S.N., Ruback R.S., The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis, The Journal of Finance, Vol. L, No. 4, September 1995.
96. Karmańska A., Wartość ekonomiczna w systemie informacyjnym rachunkowości finansowej, Difin, Warszawa 2009.
97. Kasiewicz S., Budowanie wartości firmy w zarządzaniu operacyjnym, SGH, Warszawa 2005.
98. Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
99. Kaszuba K., Wydymus S. (red.); Czynniki i uwarunkowania rozwoju handlu międzynarodowego; Wyd. Wyższej Szkoły Zarządzania w Rzeszowie; Kraków – Rzeszów 2008.
100. Kąkol W., Wykorzystanie modelu EVA do szacowania wartości przedsiębiorstwa, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza” 2003, nr 1.
101. Kowerski, M., Ekonomiczne uwarunkowania decyzji o wypłatach dywidend przez spółki publiczne, KA, Kraków - Rzeszów - Zamość 2011.

102. Koziański J., Wpływ wartości firmy na wartość udziałów spółki, w: *Udziały w spółkach. Zarządzanie i rachunkowość*, Wrocław 1992.
103. Krawiec F., *Transformacja firmy w nowej gospodarce. Koncepcje, strategie, struktury i technologie w zarządzaniu*, wyd. Difin, Warszawa 2007.
104. Kristandl B., Bontis N., Constructing a definition for intangibles using the resource based view of the firm, "Management Decision", Vol. 45, No. 9, 2007.
105. Krzysztofek A., *Studia i Materiały, Miscellanea Oeconomicae*, Rok 17, Nr 1/2013, Wydział Zarządzania i Administracji Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach; *Lu-dzie, zarządzanie, gospodarka*
106. Kuciński J., Maksymalizacja wartości firmy jako główny cel zarządzania poprzez Zrów-noważoną Kartę Wyników, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2005, nr 2 (170).
107. Lichtarski J., *Podstawy nauki o przedsiębiorstwie*, wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2005.
108. Liebowitz J., Suen Ching Y., Developing Knowledge Management Metrics for Maeasuring Intellectual Capital, "Journal of Intellectual Capital nr 1, 2000
109. Lloyd W.F., *A lecture on the Notion of Value*, London 1834.
110. Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.
111. Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, wyd. PWN, Warszawa 2000.
112. Marecki K., *Ekonomiczna wartość dodana*, „Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, zeszyt naukowy 14, SGH, Warszawa 2000.
113. Materska K., *Wiedza w organizacjach. Prolegomena do zarządzania wiedzą*, Instytut Informacji Naukowej i Studiów Bibliograficznych, Uniwersytet Warszawski.
114. Mauldin J.F., *Fala milenijna*, w: J.F. Mauldin (red.), *Reguły giełdy. Żelazne zasady największych inwestorów*, Helion, Gliwice 2007.
115. Mayo H.B., *Wstęp do inwestowania*, Liber, Warszawa 1997.
116. Mączyńska E., *Białe plamy i pułapki dzisiejszej rachunkowości (z perspektywy użytkownika)*, w: „Rachunkowość” 9/2007.
117. Michna A., *Nośniki wartości firmy – budowa strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa*, „Przegląd organizacji” nr 2/2003.
118. *Międzynarodowe standardy sprawozdawczości finansowej (MSSF)*, t. I, wyd. SKwP, Warszawa 2004.
119. Mikołajek M., *Maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy*, „Studia i prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, zeszyt naukowy 44, SGH, Warszawa 2004.
120. Mikołajek-Gocejna M., *Ekonomiczna wartość dodana (EVA) – czy rzeczywiście mierzy wartość tworzoną dla akcjonariuszy*, w: *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finan-sów*, nr 54, SGH, Warszawa 2005.
121. Mikołajek-Gocena M., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – problem wyboru miernika kreacji wartości dla akcjonariuszy*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, zeszyt naukowy 52, SGH, Warszawa 2004.

122. Mikuła B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku, Difin 2002.
123. Miles R.C., Basic Business Appraisal, John Wiley & Sons, New York 1984.
124. Mills R.W., Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, ODDK, Gdańsk 2005.
125. Mintz S.L., Seeing is Believing, "CFO Magazine", February 1999.
126. Montalvo J.G., Land Use Regulations and Housing Prices: an Investigation for the Spanish Case, http://www.fundacionbancosantander.com/media/docs/MyC_montalvo.pdf (stan z 09.05.2012 r.).
127. Mouritsen J., Driving Growth: Economic Value Added versus Intellectual Capital, "Management Accounting Research", 1998, nr 9.
128. Moxter A., Grundsätze ordnungsmaßiger Unternehmensbewertung, GABLER Verlag, Wiesbaden 1976.
129. Murphy J.J., Analiza techniczna rynków finansowych, WIG-PRESS, Warszawa 1999.
130. Nogalski B., Rybicki J., Zarządzanie portfelem kapitału intelektualnego, w: Poczowski A. (red.), Kapitał intelektualny. Dylematy i wyzwania, WSB, Nowy Sącz 2001.
131. Nogalski B., Śniadecki J., Etyka zarządzania przedsiębiorstwem, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego Sp. z o.o., Bydgoszcz 2001.
132. Ohmae K., The Mind of The Strategist: Business Planning for Competitive Advantage, McGraw Hill, 1983.
133. Olchowicz I., Tłaczała A., Sprawozdawczość finansowa według krajowych i międzynarodowych standardów, Difin, Warszawa 2008.
134. Ostaszewski J., Finanse, Difin, Warszawa 2013.
135. Pacho W. (red.), Szkice z dynamiki i stabilizacji gospodarki, SGH, Warszawa 2009.
136. Panfil M., Szablewski A. (red.), Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki, Poltext, Warszawa 2011.
137. Panfil M., Szablewski A., Metody wyceny spółki, Poltext, Warszawa 2006.
138. Patena W., Iterations in Company Valuation EMCINSMED PLC., Financial Internet Quarterly "e-Finance", vol. 6, Rzeszów 2010.
139. Paździor A., Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych, Difin, Warszawa 2013.
140. Perechuda K. (red.), Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
141. Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., Martin J.D., Basic Financial Management, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993.
142. Pietrzak M., Najlepiej wycenić z kartą, „Personel” 5/2003.
143. Poznańska K., Innowacyjność jako źródło przewagi konkurencyjnej polskich przedsiębiorstw, Centrum Wiedzy AIESEC Polska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003, http://www.rsi.org.pl/dane/download/innowacyjnosc_jako.pdf (stan z 14.05.2012 r.).

144. Pratt S.P., Reilly R.F., Schweih R.P., Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.
145. Prusak B. (red.), Ekonomiczne i prawne aspekty upadłości przedsiębiorstw, Difin, Warszawa 2007.
146. Pulić A., Intellectual capital – does it create or destroy value, “Measuring Business Excellence” 1/2004.
147. Rappaport A., Wartość dla akcjonariuszy, WIG Press, Warszawa 1999.
148. Rokita J., Zarządzanie strategiczne. Tworzenie i utrzymywanie przewagi konkurencyjnej, PWE, Warszawa 2005.
149. Romanowska M., Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie, PWE, Warszawa 2009.
150. Ross S.A., Westerfield R.W., B. D. Jordan, Finanse przedsiębiorstw. Dom Wydawniczy ABC. Warszawa 1999.
151. Rzemieniak M., Zarządzanie wartościami niematerialnymi przedsiębiorstw, Dom Organizatora, Toruń 2013.
152. Sapijaszka Z., Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia, PWN, Warszawa 1997.
153. Sierpińska M., Jachna T., Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych, PWN, Warszawa 1993.
154. Sierpińska M., Polityka dywidend w spółkach kapitałowych, PWN, Warszawa-Kraków, 1999.
155. Skoczyła W. (red.), Analiza sprawozdawczości finansowej przedsiębiorstw, wyd. SKwP, Warszawa 2009.
156. Skoczyła W. (red.), Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007.
157. Skoczyła W., Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2007.
158. Słownik finansów i bankowości, PWN, Warszawa 2008.
159. Słownik języka polskiego, pod. Red. M. Szymczaka, PWN, Warszawa 2013, t. II.
160. Słownik języka polskiego, T. III. PWN, Warszawa 1981.
161. Słownik wyrazów obcych, PWN, Warszawa 2014.
162. Stankiewicz J.M., Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji, TNOiK „Dom Organizatora”, Toruń 2002.
163. Stanoch E.R., Value Creation Index. Zmierzyć przyszłość – wartość przedsiębiorstwa w XXI wieku, materiały konferencyjne „Zarządzanie Wartością Firmy”, Warszawa, 5-6 kwietnia 2001.
164. Stewart T.A., Intellectual capital. The New Wealth of Organizations, Nicholas Brealey Publishing Limited, Great Britain 2003.

165. Strojny M., Zmierzyć niemierzalne. O krok przed konkurencją, „KPMG forum”, kwiecień-maj 2002.
166. Strużycki M. (red.), Zarządzanie przedsiębiorstwem, Difin, Warszawa 2002.
167. Sudarsanam S., Fuzje i przejęcia, WIG-PRESS, Warszawa 1998.
168. Suszyński C., Przedsiębiorstwo jako przedmiot zarządzania..., op. cit.
169. Szablewski A., Migracja kapitału w globalnej gospodarce, Difin, Warszawa 2009.
170. Szczęsny W. (red), Finanse firmy. Jak zarządzać kapitałem, wyd. C.H. Beck, Warszawa 2003.
171. Szczęsny W., Śliwa J., Budżetowanie operacyjne, finansowe i kapitałowe w przedsiębiorstwie, C.H. Beck, Warszawa 1...7.
172. Śliwa K.R., Ujwary-Gil A., Metoda VAICTM w ocenie efektywności wykorzystania zasobów przedsiębiorstwa, w: „Organizacja i Kierowanie”, 2/2006.
173. Tarczyński W. „Rynki Kapitałowe”, Placet, Warszawa 2001.
174. Turyna J., Rachunkowość finansowa, wyd. C. H. Beck, Warszawa 2005.
175. Ujwary – Gil A., Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa, wyd. C. H. Beck, Warszawa 2009, op. cit.
176. Urbanek G., Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2008.
177. Ustawa z dnia 29 września 2004 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2013 r. Nr 121, poz. 591 ze zm.).
178. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych (Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).
179. Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 1991 Nr 80 poz. 350 ze zm.).
180. Varian H.R., Mikroekonomia, wyd. PWN, Warszawa 2002.
181. Villalonga B., Intangible Resources, Tobin's q, and Sustainability of Performance Differences, Journal of Economic Behavior & Organization, Vol. 54 (2004).
182. Wachowiak P. (red), Pomiar kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, SGH, Warszawa 2005.
183. Waltz E., Knowledge Management in the Intelligence Enterprise, Artech House, 2003.
184. Wędzki D., Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa, Oficyna Ekonomiczna, Wolters Kluwer SA, Kraków 2002.
185. Wielka Encyklopedia PWN, PWN, Warszawa 1995.
186. Woźniak-Sobczak B. (red), Łańcuch tworzenia wartości dodanej przedsiębiorstwa, wyd. A.E. W Katowicach, Katowice 2007.
187. Write P., Cole S., Accounting of goodwill (www.camagazine.com).
188. www.beardmiller.com (Beard Miller Company LLP).
189. www.forum.money.pl.

190. www.hydebvp.com (HYDE Valuations, Inc.)
191. www.insurance.cch.com
192. www.irs.gov (Internal Revenue Service – Department of the Treasury).
193. www.money.pl .
194. www.portalwiedzy.onet.pl.
195. www.vaic-on.net
196. Zaborowska R., Kapitał intelektualny w przedsiębiorstwie, wyd. Ars boni et aequi, Po-znań 2009.
197. Zaremba A., Giełda papierów wartościowych, Helion, Gliwice 2010.
198. Zarządzanie kreatywnością i innowacją, „Harvard Business Essentials”, Wydawnictwo MT Biznes Sp. z o.o., Konstancin-Jeziorna 2005, s. 183.
199. Zarzecki D. (red.), Czas na pieniądz. Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw, t. I, wyd. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2006.
200. Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
201. Zarzecki D., Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady nowoczesne narzędzia, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002.

