

Piotr Waśniewski

ZARZĄDZANIE WARTOŚCIĄ PRZEDSIĘBIORSTWA JAKO NARZĘDZIE STEROWANIA JEGO DZIAŁALNOŚCIĄ

1. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa (z ang. *value based management* – VBM) jest uznawane za koncepcję dobrze oddającą potrzebę określenia celów działania przedsiębiorstw, a także sprzyjającą integracji celów menedżerów i właścicieli przedsiębiorstw¹. Wskazuje ona na potrzebę maksymalizowania wartości dla wszystkich interesariuszy, przez co uznawana jest za uniwersalną. Jest także spoiwem łączącym strategię firmy z uzyskiwanymi przez nią wynikami finansowymi.

Zarządzanie wartością to filozofia zarządzania przedsiębiorstwem, w myśl której działalność firmy i procesy zarządcze są skupione na maksymalizowaniu jego wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów². Koncepcja ta zakłada podejmowanie takich decyzji strategicznych, operacyjnych i inwestycyjnych przedsiębiorstwa, które pomogą w osiągnięciu głównego celu firmy, czyli w podnoszeniu jej wartości. Kształtowanie wartości jest jedną ze strategii prowadzenia działalności gospodarczej, a uruchomienie odpowiednich procesów zarządzania jest niezbędne do wprowadzenia jej w życie gospodarcze firmy. Zapewnienie wzrostu wartości dla właścicieli wymaga zaspokojenia potrzeb także innych zainteresowanych grup, na przykład odbiorców, pracowników czy kontra-

¹ A. Jaki, *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 142.

² P. Szczepankowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 20.

hentów, co prowadzi do wzrostu wartości firmy również dla nich samych. Koncepcja zarządzania wartością powstała także z potrzeby niwelowania różnicy między realną a potencjalną wartością firmy wynikającą z jej potencjału i możliwości, a poprawie tego stanu podporządkowane są wszystkie procesy zarządzania³. Stworzone metody i techniki pozwalają na efektywniejsze decyzje z zakresu aktywności operacyjnej i inwestycyjnej. Na rozwój tej koncepcji duży wpływ miały także zjawiska globalizacji, postępu technicznego i szybki rozwój technologii telekomunikacyjnych i informatycznych. Globalizacja ułatwiła przemieszczanie kapitałów, zniosła bariery celne i wpłynęła na inne ułatwienia, co doprowadziło do zniesienia zjawiska tak zwanego łatwego kapitału⁴. Może on być szybko przemieszczony w miejsce, gdzie uzyska się wyższą stopę zwrotu. Postęp techniczny i technologiczny, a także wzrost gospodarczy spowodowały pojawienie się na rynku dużej ilości prywatnego kapitału, cechującego się dużymi wymaganiami dotyczącymi maksymalizacji stopy zwrotu z inwestycji. Rozwój technologii informatycznych i telekomunikacyjnych stworzył nieograniczone możliwości transferu informacji, co znacznie ułatwia podejmowanie decyzji inwestycyjnych i zawieranie transakcji kapitałowych na dowolnym rynku. Aby koncepcja VBM została skutecznie wdrożona, niezbędne jest (także dla jej późniejszego efektywnego stosowania) dogłębne poznanie różnorodnych mechanizmów i narzędzi oceny efektów działalności przedsiębiorstwa wykorzystywanych w tej koncepcji. Niezbędne jest także wprowadzenie skutecznego i aktywnego systemu nadzoru korporacyjnego, który by pozwolił na stworzenie mechanizmu integrującego cele menedżerów z celami właścicieli i innych interesariuszy⁵.

Strategia zarządzania wartością przedsiębiorstwa, tak jak proces wyceny, łączy dwa podstawowe obszary decyzji finansowych: o finansowaniu działalności gospodarczej i o inwestowaniu, czyli efektywnym wykorzystaniu kapitałów firmy⁶. Aby osiągać wyższą wartość przedsiębiorstwa, trzeba poszukiwać oszczędniejszych źródeł finansowania, a uzyskane w ten sposób nadwyżki przeznaczać na efektywne inwestycje. Cel, którym jest maksymalizacja wartości, oznacza konieczność maksymalizowania kapitałów przy generowaniu jak największych przepływów pieniężnych. Uogólniając, przedsiębiorstwo jest zdolne do zwiększania swojej wartości,

³ A. Jaki, *op.cit.*, s. 142.

⁴ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 21.

⁵ A. Jaki, *op.cit.*, s. 143.

⁶ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 14.

jeżeli rentowność zainwestowanych środków przewyższa stopę kosztu kapitału. Zarządzanie wartością wymaga wprowadzenia do firmy kryteriów oceniających skuteczność rozwiązań, a także identyfikacji wszystkich czynników mogących wpływać na wzrost wartości. Oprócz tego niezbędne wydaje się wykorzystanie mierników oceniających sposób i tempo kształtowania wartości.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest ogniwiem łączącym strategię firmy z jej wynikami finansowymi. Nie można zatem mówić o skutecznym pomnażaniu wartości, wykluczając jedną z tych kategorii. Jedynie odpowiednie sformułowanie strategii działania firmy w powiązaniu z zarządzaniem nastawionym na osiągnięcie lepszych wyników finansowych jest racjonalnym rozwiązaniem. Koncepcja VBM jest także syntezą różnych dziedzin z zakresu zarządzania, finansów i strategii. Bardzo dobrym przykładem jest powiązanie kategorii zarządzania strategicznego i zarządzania finansami, co wpływa na połączenie strategii działania firmy ze strategiami funkcjonalnymi (w tym przypadku głównie z strategiami inwestycyjnymi i finansowymi). Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa wpływa na podniesienie świadomości finansowych skutków wszystkich działań podejmowanych w firmie. Finansowe efekty wprowadzania strategii maksymalizacji wartości zazwyczaj są opisywane za pomocą zależności między tempem wzrostu, generowanymi przepływami gotówki a stopą zwrotu z kapitału własnego. Łączenie w jednej koncepcji teorii i praktyki finansów, strategii i zarządzania wpływa na to, że VBM jest systemem obejmującym trzy obszary narzędzi menedżerskich i analitycznych: wycenę wartości przedsiębiorstwa, mierniki okresowej oceny wyników (w nawiązaniu do celu w postaci maksymalizacji wartości) oraz programy motywacyjne dla zarządzających firmą i jej pracowników, wiążące ich wynagrodzenia z realizacją celu wzrostu wartości przedsiębiorstwa w danym okresie⁷.

Sprawozdawczość finansowa pozwala na wycenę wartości według jednej z kilku metod wyceny. Metody te można podzielić na trzy zasadnicze grupy:

- majątkowe metody wyceny, gdzie wycena jest prowadzona pod kątem wartości majątku i kapitału,
- dochodowe metody wyceny, gdzie wykorzystywane są szacunki przyszłych przepływów pieniężnych itp.,
- metody mieszane, gdzie do wyceny wykorzystuje się obie te grupy metod.

⁷ *Ibidem*, s. 23.

Pierwsza grupa metod jest oparta na koncepcji mówiącej o tym, że przedsiębiorstwo jest warte tyle, ile jest wart jego majątek. Do szacunków wykorzystuje się metody wartości księgowej, odtworzeniowej i likwidacyjnej oraz metody skorygowanych aktywów netto. Podstawą do ustalenia wartości przedsiębiorstwa są dane bilansu przy założeniu kontynuacji działalności. Podejście dochodowe jest oparte na założeniu, że wartość przedsiębiorstwa jest powiązana z sumą zysków bądź inną postacią dochodu netto firmy⁸. Dochód ten może być obliczony za pomocą zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych, zysków lub dywidend. Wielkości ze sprawozdawczości są tu podstawą prognoz – wykorzystuje się dane pochodzące z rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów pieniężnych lub dane, które można określić na podstawie tych dokumentów. Trzecią grupę tworzą metody mieszane, wykorzystujące zarówno dane z bilansu dotyczące wartości majątku, jak i metody dochodowe. Wycena jest pełniejsza, ale jej uzyskanie – trudniejsze. Proces wyceny mieszanej jest skomplikowany i wielostopniowy. Monitorowanie wartości to ocena sprawności wykorzystania potencjału dochodowego firmy. Bada się ją za pomocą prostych, jednookresowych mierników, dlatego badanie jest porównywalne z analizą rentowności przedsiębiorstwa i kosztu kapitału. Motywowanie pracowników wpływa na ich nastawienie do pojmowania wartości. Jeśli zauważą pozytywne efekty zaangażowania w realizację strategii wzrostu wartości (przykładowo przez powiązanie wynagrodzeń z wzrostem wartości), to z pewnością przełoży się to na większą stopę zwrotu z inwestycji i wyższą dynamikę wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Zarządzanie wartością, pojmowane jako jedna z form zarządzania strategicznego, jest połączeniem czterech głównych procesów zarządzania, które należy uwzględnić przy wdrażaniu tego systemu⁹:

- wyznaczanie konkretnych celów,
- opracowanie strategii,
- ustalenie i przyjęcie planów działań oraz sporządzenie odpowiadających im budżetów,
- ustalenie i wdrożenie systemów pomiarów wyników i systemów motywacyjnych.

⁸ A. Jaki, *op.cit.*, s. 34.

⁹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, Warszawa 1997, za P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 24.

Cele powinny być oparte na czynnikach przynoszących firmie największą wartość dodaną, z założeniem celu głównego w postaci maksymalizacji zysku i podporządkowaniem mu celów niższego rzędu. Cele powinny przynosić korzyści finansowe właścicielom, ale także spełniać oczekiwania innych zainteresowanych grup. Strategia, będąca drogą realizacji i osiągnięcia celów, powinna pozwolić budować przewagę konkurencyjną, która umożliwi osiągnięcie przez firmę dodatkowych korzyści. Plany działania i odpowiadające im budżety przekładają strategię na decyzje operacyjne, pozwalają również na kontrolę zarządzania firmą i pracowników pod kątem prawidłowości wykonywania planów i trzymania się budżetów. Czwarty punkt, czyli systemy pomiaru efektywności działania, jest pomocny w przekładaniu strategii na działania operacyjne. Proste i ogólnie znane mierniki wyników są pomocne w osiągnięciu celu maksymalizacji wartości w krótkim i długim okresie, a także są wykorzystywane przez zarządzających firmą do zbierania informacji przydatnych w procesie kontroli. Mierniki powinny być oparte zarówno na wartościach finansowych, jak i niefinansowych aspektach działania firmy, co pozwala na pełniejszy obraz i skuteczniejszy proces wdrażania strategii. Miary finansowe i niefinansowe (strategiczne) połączono w koncepcji zrównoważonej karty wyników (*balanced scorecard*), w której przez ocenę czterech perspektyw działalności firmy (finansowa, klienta, procesów wewnętrznych i rozwoju) powiązano miary wyników krótkoterminowych z zapewnieniem długoterminowych czynników wzrostu wartości.

Wprowadzanie koncepcji VBM do przedsiębiorstwa jest oparte na przekonaniu zarządzających firmą o korzyściach strategii zarządzania przez wartość. Następnie należy sprawdzić zgodność tej strategii z głównymi procesami zarządzania firmy. Należy również przeprowadzić wycenę przedsiębiorstwa, co pozwoli ustalić oczekiwany w prognozie wzrost wartości. Jeżeli zgodność strategii z procesami zarządzania nie wyklucza synergii tych kategorii, należy skupić się na przeszkoleniu pracowników firmy. Chodzi o przekazanie im wiedzy o pozytywnym wpływie nastawienia na wzrost wartości i o ich miejscu w tej koncepcji (zadaniach i obowiązkach), a także szkolenia prowadzące do poprawy komunikacji wewnętrznej w firmie. Ważnym etapem jest wyszukanie możliwości usprawnień w działalności firmy, a także ustalenie głównych celów działania. Gdy cała firma jest już przekonana o korzyściach z VBM, kolejnym krokiem implementacji tej koncepcji jest stworzenie harmonogramu działań związanych z wdrożeniem strategii i przełożenie jej na planowanie i budżetowanie, a także wyznaczenie osób odpowiedzialnych za te procesy. Określa

się również miary oceny działalności. Ostatnim krokiem jest wprowadzenie planów w realia działania firmy, między innymi przez stworzenie nowych systemów kontroli działania, przeprowadza się także zmiany kulturowe i wpływa na motywację pracowników.

Na wzrost wartości przedsiębiorstwa wpływa zwiększanie wartości zysku operacyjnego i przepływów pieniężnych, uzyskiwanie dużej dynamiki sprzedaży, poszukiwanie optymalnej struktury kapitałowej (i wpływanie na ograniczanie kosztów pozyskiwania źródeł finansowania), a także przechodzenie od zarządzania przez funkcje do zarządzania procesami. Ważna jest również zmiana myślenia kadry kierowniczej wszystkich szczebli na prowartościowe. Koncepcja VBM wymaga również ciągłej kontroli ryzyka, zwraca się uwagę na alternatywne możliwości wykorzystania kapitałów, tak aby z każdego z nich wydobyć odpowiednio wysoką stopę zwrotu (wyższą od stopy kosztu kapitału). Koncepcja VBM zawiera też w sobie element dążenia do powiązania koncepcji wartości dla klientów z wartością dla właścicieli, gdy między tymi dwoma kategoriami odbiorców można wyróżnić trzy fazy wprowadzania strategii zarządzania wartością: tworzenie, utrzymywanie i realizowanie wartości¹⁰. Tworzenie wartości jest procesem polegającym na takim działaniu firmy, które doprowadzi do wygenerowania stopy zwrotu wyższej od oczekiwanej, a także pozwoli na osiągnięcie przewagi konkurencyjnej. Przewaga ta umożliwi wykorzystanie domeny działania przedsiębiorstwa do wytworzenia wzrostu wartości. Utrzymanie wartości powinny zapewnić różne narzędzia kontroli efektywności zarządzania ryzykiem, a także posiadaną wiedzę i kapitałem ludzkim. Wykrywają one nieprawidłowości we wprowadzaniu strategii, a także sprawdzają odchylenia rzeczywistych wyników od planowanych. Ostatnia faza, czyli realizacja wartości, polega na przekazywaniu finansowych efektów wdrożenia zarządzania wartością właścicielom, zazwyczaj w formie dywidendy, ale także na wroście dostępu do informacji o firmie.

2. Czynniki tworzenia i oceny wartości przedsiębiorstwa

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa jest coraz częściej głównym celem jego działalności. Badanie wartości jest trudnym zadaniem, ponieważ nie ma jednej, ogólnie przyjętej metody jej pomiaru, choć wielu badaczy twierdzi, że niektóre

¹⁰ *Ibidem*, s. 30.

metody dają poprawne wyniki. Ocena efektywności zarządzania wartością wymaga wskazania czynników wpływających na wartość oraz stworzenia miar oceny siły i jakości tych procesów. Mierniki efektywności mają dwie postaci: bezwzględną (mierzą wartość w danym okresie) i względną (pomiar i stosunek do wartości zaangażowanych kapitałów). Wyróżnia się trzy grupy mierników oceny efektywności zarządzania wartością: księgowo-finansowe, finansowe i rynkowe¹¹. Mierniki księgowo-finansowe opierają się na wykorzystaniu różnych kategorii wyniku finansowego. Zastosowanie zysku i opartych na nim wskaźników do analizy wzrostu wartości jest uznawane przez wielu badaczy za niezupełnie właściwe, gdyż zbyt wiele czynników wpływa na ostateczną wysokość wyniku finansowego (zasady wyceny, amortyzacja itp.). W związku z tym powstała druga grupa mierników – mierniki finansowe. Do najważniejszych metod kreowania i oceny wzrostu wartości należą tu przepływy pieniężne, koszt i struktura kapitału, a także potencjalne zrównoważone tempo wzrostu firmy (ustalane z wykorzystaniem wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo)¹². Do trzeciej grupy należą mierniki rynkowe, wykorzystujące obie grupy mierników, które pozwalają przedstawić wartość w ujęciu rynkowym. Są to przede wszystkim mierniki wartości kreowanej oraz stopy zwrotu z kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo¹³.

Mierniki księgowo-finansowe opierają się na wynikach zamieszczonych w sprawozdawczości finansowej. Oceniają efektywność zarządzania wartością przez osiągnięte zyski (lub straty). Ponieważ ostateczny wynik finansowy w postaci zysku netto nie oddaje prawdziwej wypracowanej wartości, więc do jego oceny używa się wskaźników korygujących wynik o różne czynniki. Mierniki te są używane od lat 20. XX wieku, a badaniu podlega zmienność wskaźników w badanych okresach. Do mierników bezwzględnych można zaliczyć między innymi:

- a) zysk przed opodatkowaniem i zapłaceniem odsetek (zysk operacyjny) *EBIT*:

$$EBIT = \text{zysk netto} + \text{odsetki} + \text{podatek dochodowy};$$

- b) zysk przed opodatkowaniem, zapłaceniem odsetek i amortyzacją *EBITDA*:

$$EBITDA = EBIT + \text{amortyzacja};$$

¹¹ A. Jaki, *op.cit.*, s. 147.

¹² P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 64.

¹³ A. Jaki, *op.cit.*, s. 147.

c) zysk operacyjny po opodatkowaniu *NOPAT*;

$$NOPAT = EBIT \cdot (1 - T);$$

d) zysk przed zapłaceniem odsetek i amortyzacją, po opodatkowaniu *EBIDAAT*;

$$EBIDAAT = (EBIT + amortyzacja) \cdot (1 - T);$$

e) zysk netto na jedną akcję *EPS*:

$$EPS = \frac{\text{zysk netto}}{\text{liczba akcji}}.$$

Do mierników względnych zalicza się należne do analizy rentowności wskaźniki rentowności operacyjnej kapitału (*ROI*), rentowności aktywów (*ROA*), rentowności kapitału własnego (*ROE*), a ponadto:

– stopień dźwigni finansowej *DFL*,

$$DFL = \frac{ROE - ROI}{ROI},$$

– stopień dźwigni operacyjnej *DOL*,

$$DOL = \frac{\text{przychody ze sprzedaży} - \text{koszty zmienne}}{EBIT}.$$

Mierniki finansowe wskazują na potrzebę spojrzenia na osiągnięcia firmy nie przez pryzmat wyniku finansowego, ale przez wielkość wypracowanej nadwyżki gotówki z działalności operacyjnej, a także kosztu uzyskanego kapitału i spełnienia wymagań inwestorów. Do oceny wpływu przepływów na wartość wykorzystuje się dwa rodzaje strumieni: wolne przepływy pieniężne dla całej firmy (*free cash flows to the firm – FCFF*) oraz dla właścicieli (*FCFE*). Wolne przepływy pieniężne to nadwyżki środków pieniężnych powstałe w wyniku prowadzonej działalności gospodarczej po odliczeniu wszystkich kosztów (oprócz wydatków związanych z ob-

sługą długu, ale po podatkowaniu), będące do dyspozycji podmiotów finansujących działalność firmy (właściciele i wierzyciele)¹⁴.

Wolne przepływy pieniężne (*FCF*) pozwalają na ocenę wzrostu wartości firmy i ocenę strategii zarządzania wartością dla wszystkich zainteresowanych tym zjawiskiem grup. Jednym z sposobów na obliczenie wolnych przepływów pieniężnych dla całej firmy jest skorzystanie z powszechnie znanego wzoru (choć część autorów zamienia kategorię zysku operacyjnego *EBIT* na sumę zysku brutto i odsetek od kredytów i pożyczek) do tego celu wykorzystywanego¹⁵:

$$FCFF = EBIT \cdot (1 - T) + Am - I - \Delta KO = NOPAT + Am - I - \Delta KO,$$

gdzie:

FCFF – wolne przepływy pieniężne,

EBIT – zysk operacyjny,

T – stopa podatkowa,

Am – amortyzacja,

I – nakłady inwestycyjne,

ΔKO – wydatki na sfinansowanie wzrostu zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto,

NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu.

Wolne przepływy pieniężne dla właścicieli (*FCFE*) wylicza się za pomocą wzoru:

$$FCFE = \text{zysk netto} + Am - I - \Delta KO + \Delta D,$$

gdzie:

ΔD – przyrost zadłużenia netto,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Koszt kapitału to jedno z ważniejszych pojęć z zakresu zarządzania finansami, choć nie ma jednej, wiążącej definicji. Pozwala na ocenę długoterminowych wyników spółki i porównanie ich z wartościami oczekiwanymi przez inwestorów. Jest to wielkość oczekiwanej stopy zwrotu, którą inwestorzy oczekują od danej firmy

¹⁴ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 65.

¹⁵ A. Jaki, *op.cit.*, s. 150.

po uwzględnieniu specyficznego dla danego przedsiębiorstwa ryzyka w zamian za udostępnione im kapitały. Koszt kapitału jest kategorią szeroko wykorzystywaną, zarówno w analizie wyników, jak i wycenie wartości oraz badaniu opłacalności potencjalnych inwestycji. W praktyce wykorzystywany jest jako stopa dyskontowa do wyliczania bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych, jako stopa minimalnego zwrotu z potencjalnej inwestycji czy w procesach wyceny metodami dochodowymi. W życiu gospodarczym stosuje się cztery ujęcia kosztu kapitału¹⁶:

- a) stopa zwrotu oczekiwana przez inwestorów – zazwyczaj obliczana jako suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko;
- b) koszt kapitału obcego – koszt dostępu do kredytu, wyrażany w wartości netto, to jest po uwzględnieniu tarczy podatkowej;
- c) koszt kapitału własnego – oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu, obliczana jako suma stopy wolnej od ryzyka, premii za ryzyko przedsiębiorstwa i premii za ryzyko finansowe;
- d) średni ważony koszt kapitału – łączny koszt kapitału obcego i własnego ważony udziałami tych kapitałów w finansowaniu działalności firmy; jest on wykorzystywany do dyskontowania przepływów, oceny projektów inwestycyjnych itp.

Koszt kapitału własnego można wyliczyć metodą stopy zwrotu wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko, powiązanej z koncepcją alternatywnej stopy zwrotu, za pomocą wzoru:

$$r_E = R_f \cdot R_p,$$

gdzie:

- r_E – koszt kapitału własnego,
- R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka (najczęściej stopa zwrotu z inwestycji w obligacje długoterminowe),
- R_p – stopa premii za ryzyko (np. różnica między średnią stopą zwrotu z inwestycji w akcje a stopą zwrotu z inwestycji w obligacje).

Koszt kapitału własnego może być szacowany metodą opartą na modelu wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Jest ona podobna do poprzedniej, ale obejmuje jeszcze korektę stopy wolnej od ryzyka o współczynnik stopnia ryzyka inwestycyj-

¹⁶ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 86.

nego beta (β). Beta jest powiązaniem stopy zwrotu kapitału własnego z przeciętną stopą zwrotu osiąganą na inwestycji na rynku kapitałowym. Wzór modelu CAPM jest następujący:

$$r_E = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f),$$

gdzie:

- R_m – oczekiwana rynkowa stopa zwrotu z inwestycji w aktywa kapitałowe (np. w akcje, lub średnia stopa zwrotu osiągnana w gospodarce),
- $(R_m - R_f)$ – premia za ryzyko rynkowe,
- β – współczynnik stopnia systematycznego ryzyka rynkowego.

Koszt kapitału obcego można obliczyć za pomocą prostego wzoru, modyfikując stopę oprocentowania długu przez wykorzystanie zjawiska tarczy podatkowej. W ten sposób otrzymujemy¹⁷:

$$r_D = i_D \cdot (1 - T),$$

gdzie:

- r_D – koszt długu,
- i_D – nominalna lub efektywna stopa oprocentowania kredytu,
- T – stopa podatku dochodowego.

Ten sam wzór można wykorzystać do obliczenia kosztu kapitału obcego w przypadku posiadania więcej niż jednego źródła finansowania zewnętrznego. Stosuje się do tego średnią ważoną, gdzie wagami są udziały poszczególnych kredytów w całości zadłużenia.

Do względnych mierników finansowych zalicza się między innymi wewnętrzną stopę zwrotu (*IRR*), gotówkowy zwrot z inwestycji (*CFROI*) i średni ważony koszt kapitału *WACC*. Wewnętrzna stopa zwrotu mówi nam o minimalnym wzroście, który pozwoli na zrównanie się wartości zdyskontowanych przepływów i wartości zdyskontowanych nakładów inwestycyjnych. *IRR* to taka stopa dyskontowa, przy której $NPV = 0$, w związku z czym powinna być spełniona równość¹⁸:

¹⁷ *Ibidem*, s. 97.

¹⁸ A. Jaki, *op.cit.*, s. 150.

$$\sum_{t=0}^n NCF_t \cdot \frac{1}{(1+IRR)^t} = \sum_{t=0}^n I_t \cdot \frac{1}{(1+IRR)^t},$$

gdzie:

IRR – wewnętrzna stopa zwrotu,

I – nakłady inwestycyjne.

Średni ważony koszt kapitału $WACC$ (*weighted average cost of capital*) to średnia minimalna stopa zwrotu oczekiwana przez inwestorów w zamian za zaangażowane w firmę kapitały. Na jego wielkość wpływają koszty kapitałów własnych i obcych, a także struktura kapitałowa, wykorzystywana do ustalenia wag obu kosztów w wielkości $WACC$. Miernik ten jest powszechnie stosowany do wyceny przedsiębiorstwa oraz zarządzania wartością przez kierownictwo firmy i potencjalnych inwestorów. Podobnie jak koszty opisane wyżej, koszty kapitału są używane do dyskontowania przepływów lub wyznaczania minimalnej stopy zwrotu z inwestycji. $WACC$ jest najczęściej liczony według formuły:

$$WACC = i_D \cdot (1-T) \frac{D}{D+E} + r_E \cdot \frac{E}{D+E} = \frac{r_D \cdot D + r_E \cdot E}{K},$$

gdzie:

D – wartość kapitału obcego,

E – wysokość kapitału własnego,

K – pasywa razem.

Trzecia grupa mierników oceniających efektywność przedsiębiorstwa pod względem tworzenia wartości obejmuje mierniki rynkowe. Są one uznawane za najlepiej oddające wzrost wartości przedsiębiorstwa, ponieważ przyjmując część założeń pozostałych grup mierników, zmniejszają wpływ ich wad¹⁹. Mierniki rynkowe wykorzystują kategorie kosztu kapitału, a z powodu mierzenia efektu kreowania wartości dla przedsiębiorstwa są również nazywane miernikami wartości kreowanej. Pozwalają one na ocenę procesów kształtowania wartości z punktu widzenia zarówno wewnętrznej efektywności (EVA , EVC i SVA), jak i zewnętrznej (MVA)²⁰.

¹⁹ *Ibidem*, s. 152.

²⁰ *Ibidem*.

Ekonomiczna wartość dodana (*EVA*) pozwala na zmierzenie faktycznie wypracowanej nadwyżki gotówki, która wpływa na wzrost kapitałów i zwiększenie możliwości finansowych. Wskaźnik ten dość jednoznacznie informuje o tym, czy firma w danym okresie wypracowała wzrost wartości²¹. Pozwala na pomiar efektów podejmowanych decyzji, jest też podstawą strategicznych decyzji finansowych w firmie. Ekonomiczna wartość dodana mówi nam o wypracowanym wzroście wartości po uprzednim jego skorygowaniu o koszty kapitału. *EVA* jest wyrażana różnymi wzorami, ale najczęściej następującą formułą²²:

$$EVA + K \cdot (ROI - WACC) = NOPAT - K \cdot WACC.$$

Z koncepcji *EVA* wynika, że firma może zwiększać swoją wartość na cztery sposoby: przez zmniejszanie kosztów działalności (co wpływa na wzrost *NOPAT*), przez inwestycje mające stopę zwrotu większą od kosztu kapitału (wzrost *NOPAT*), wycofując kapitał, ale przy proporcjonalnie mniejszym spadku *NOPAT*, dążąc do optymalnej struktury kapitału (co wpłynie na minimalizację kosztu kapitału)²³.

EVC pozwala na stwierdzenie, czy dana stopa rentowności kapitałów własnych umożliwia wzrost wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Wymaga to, aby rentowność ta była wyższa od kosztu kapitału własnego. Wzór na oszacowanie wartości kreowanej jest następujący:

$$EVC = E \cdot (ROE - r_E).$$

Rynkowa wartość dodana *MVA* pozwala na zmierzenie efektywności procesów tworzenia i zarządzania wartością z punktu widzenia zewnętrznej efektywności, zweryfikowanej przez rynek kapitałowy. Jest to skumulowana wartość nadwyżek wypracowanych w wyniku działalności operacyjnej. Wartość rynkowa jest bardzo dobrym miernikiem oceny długoterminowego zarządzania wartością, łączy bowiem w ocenie czynniki operacyjne i finansowe oraz decyzje o przyszłych działaniach podejmowane w przedsiębiorstwie. *MVA* może być pomocne w bieżącej kontroli działalności firmy czy podejmowaniu decyzji finansowych, ale także, przykładowo,

²¹ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 144.

²² A. Jaki, *op.cit.*, s. 151.

²³ P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 149.

do podejmowania decyzji dotyczących zarządzania strategicznego czy zarządzania zasobami ludzkimi²⁴. Podstawowy wzór na *MVA* jest następujący:

$$MVA + V(K) - K = V(E) - E,$$

gdzie:

$V(K)$ – wartość rynkowa kapitału,

$V(E)$ – wartość rynkowa kapitału własnego.

Można również wskazać na powiązanie mierników wartości kreowanej, to jest rynkowej wartości dodanej, z ekonomiczną. Dzięki temu otrzymujemy wzór²⁵:

$$MVA = \sum_{t=1}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t},$$

gdzie:

EVA_t – szacowana wartość ekonomicznej wartości dodanej w t -tym roku funkcjonowania przedsiębiorstwa,

$WACC$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa.

Składając oba wzory w jeden umożliwiający wyliczenie rynkowej wartości kapitałów własnych $V(E)$ za pomocą ekonomicznych wartości dodanych otrzymujemy:

$$V(E) = E + \sum_{t=0}^n EVA_t \cdot \frac{1}{(1+WACC)^t}.$$

Względne mierniki wartości to wskaźnik całkowitego zwrotu dla akcjonariuszy (*TSR*), nazywany również stopą zwrotu z akcji, a także indeks tworzenia wartości (*VCI*), który pozwala na zmierzenie stosunku rentowności kapitału własnego do kosztu tego kapitału. Jego budowa jest podobna do *EVC*, gdyż także wskazuje

²⁴ *Ibidem*, s. 164.

²⁵ A. Jaki, *op.cit.*, s. 153.

się na stopień zaspokojenia minimalnej stopy zwrotu. Jak widać, wynik powyżej 1 świadczy o prawidłowym zarządzaniu wartością, ponieważ stopa zwrotu przewyższa koszt kapitału. Wzór na wskaźnik *VCI* jest następujący:

$$VCI = \frac{ROE}{r_E}.$$

3. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa – kształtowanie i zmiana wartości na przykładzie przedsiębiorstwa X

Pomiar efektywności zarządzania wartością i jej kształtowanie się w czasie można przeprowadzić w różny sposób. Mierniki wartości są na ogół dzielone na księgowe, finansowe oraz rynkowe. Każda z tych grup zawiera wskaźniki o charakterze absolutnym, bezpośrednio wynikające z wyników finansowych lub przepływów, i wskaźniki względne (relatywne), wyrażające wzrost wartości przez ocenę relacji różnych kategorii ekonomicznych. Mierniki te wykorzystano do badania średniej firmy produkcyjnej z sektora chemicznego w regionie zachodniopomorskim. Oparto się na wynikach osiągniętych przez nią w latach 2005–2008.

Pierwszą grupę tworzą mierniki księgowe. Oceniają one wartość pod kątem wypracowywanych wyników finansowych z działalności operacyjnej. Wyniki te podlegają pewnym modyfikacjom o inne wartości ekonomiczne, dzięki czemu lepiej oddają realny wzrost wartości, pomagają także ustalić ostateczną wielkość wypracowanego wyniku gospodarowania. Kształtowanie się tych mierników w badanym przedsiębiorstwie przedstawiono w tabeli 1.

Badane przedsiębiorstwo sukcesywnie od 2005 roku zwiększało swoją wartość według każdego miernika. Wskazuje to na właściwe zarządzanie firmą przez decydentów, choć zapewne nie miały wpływ na wyniki miała też poprawiająca się sytuacja gospodarcza kraju i regionu. Największy wpływ na zmianę wyników miał wzrost wartości zysku netto, stabilne są również pozostałe wielkości brane pod uwagę w poszczególnych miernikach, co jest podstawą do stwierdzenia stabilności w zarządzaniu finansami firmy.

Tabela 1. Kształtowanie się mierników księgowych w firmie X w latach 2005–2008

| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Zysk operacyjny <i>EBIT</i> | 18 549 845,38 | 4 242 465,29 | 1 294 483,80 | 725 037,67 |
| Zysk przed opodatkowaniem, zaplaceniem odsetek i amortyzacją <i>EBITDA</i> | 20 236 688,03 | 5 730 019,26 | 2 814 231,43 | 2 203 338,37 |
| Zysk operacyjny po opodatkowaniu <i>NOPAT</i> | 15 025 374,76 | 3 436 396,88 | 1 048 531,88 | 587 280,51 |
| Zysk przed zaplaceniem odsetek i amortyzacją, po opodatkowaniu <i>EBIDAAT</i> | 16 391 717,30 | 4 641 315,60 | 2 279 527,46 | 1 784 704,08 |
| Zysk netto na jedną akcję | 11,66 | 2,09 | 0,15 | 0,10 |
| Liczba akcji | 1 166 520 | 1 220 211 | 2 590 559 | 2 590 559 |

Źródło: obliczenia własne.

Miernikami względnymi są głównie wskaźniki rentowności, choć w ramach analizy wzrostu wartości wynikającego z danych wyników finansowych nie wzięto pod uwagę wartości średnich aktywów czy kapitałów własnych, ale wartości na koniec badanego okresu. Relatywne mierniki księgowe i ich przełożenie na rzeczywistość gospodarczą w firmie X przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2. Relatywne mierniki księgowe w firmie X w latach 2005–2008

| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| Rol | 0,34 | 0,18 | 0,05 | 0,03 |
| RoA | 0,24 | 0,07 | 0,01 | 0,01 |
| RoE | 0,49 | 0,17 | 0,03 | 0,02 |
| Stopień dźwigni finansowej <i>DFL</i> | 0,45 | -0,06 | -0,47 | -0,30 |

Źródło: obliczenia własne.

Wielkości te potwierdzają wnioski o stabilnym corocznym wzroście wartości przedsiębiorstwa, choć wyniki wskazują na pojawienie się efektu dźwigni finansowej dopiero w 2008 roku. Kategoria efektywności zarządzania kapitałem obcym w firmie powinna być dokładnie przebadana, choć już w 2008 roku widać gruntowną poprawę.

Druga badana grupa mierników oceniających wzrost wartości obejmuje mierniki finansowe, oparte na kategoriach przepływów pieniężnych oraz kosztów ka-

pitałów. Wyliczone są wypracowane wolne przepływy pieniężne dla właścicieli i wszystkich finansujących, a także koszty kapitału obcego, własnego oraz średni ważony koszt kapitału (*WACC*). Wartości te są potrzebne do porównania ich z wynikami i wyliczenia mierników rynkowych. Najważniejsze mierniki finansowe wykorzystane do oceny zarządzania wartością firmy X przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3. Mierniki wykorzystane do oceny zarządzania wartością firmy X w latach 2005–2008

| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <i>FCFF</i> | 3 751 080,30 | 2 972 104,34 | 1 549 985,36 | 410 153,47 |
| <i>FCFE</i> | 3 900 763,14 | -756 193,84 | 1 282 275,09 | 3 290 903,45 |
| <i>rE</i> | 9,88 | 9,48 | 9,29 | 9,48 |
| <i>rD</i> | 6,31 | 12,70 | 7,90 | 6,75 |
| <i>WACC (%)</i> | 8,05 | 11,35 | 8,61 | 8,07 |

Źródło: obliczenia własne.

Średni ważony koszt kapitału rośnie w latach 2005–2007 w wyniku wzrostu kosztu kapitału obcego. W ostatnim z badanych lat koszt ten zmalał, co przyczyniło się do spadku *WACC*, a pośrednio także do relatywnego wzrostu skorygowanej o koszt kapitału wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego (*ROE*).

Trzecia grupa – mierniki rynkowe – jest rzadko stosowana do oceny zarządzania wartością przedsiębiorstwa X, ponieważ firma nie jest notowana na giełdzie i nie można wycenić rynkowej wartości kapitałów własnych. Mierniki oceny kondycji finansowej firmy X są wykorzystywane do oceny przeszłych wyników, a w teorii większość z mierników rynkowych służy głównie do oceny prognozowanych wyników i przepływów. Do badania kondycji danej firmy zastosowano mierniki przedstawione w tabeli 4.

Z badania wynika, że ekonomiczna wartość dodana *EVA* w wyniku poprawy efektywności działania przedsiębiorstwa wzrosła w 2007 roku do wielkości dodatniej, a w kolejnym roku wzrost ten był skokowy. Jest to wniosek zgodny z poprzednimi, świadczy bowiem o poprawności głównych założeń zarządzania wartością wprowadzonych w firmie.

Tabela 4. Mierniki zastosowane do badania kondycji firmy X w latach 2005–2008

| | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| EVA | 11 450 337,41 | 1 296 677,47 | -641 686,25 | -1 081 730,44 |
| EVC | 10 868 768,46 | 1 133 146,92 | -883 792,67 | -1 005 334,28 |
| VCI | 4,97 | 1,80 | 0,30 | 0,21 |
| EVA liczona w inny sposób | 10 443 614,15 | -604 718,72 | -1 271 398,02 | -1 643 825,57 |

Źródło: obliczenia własne.

Podsumowanie

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest pomocną metodą oceny wyników finansowych firmy i badania przyszłych możliwości osiągnięcia wzrostu wartości dla wszystkich interesariuszy. Koncepcja ta, łącząc w sobie elementy innych metod, pozwala na kompleksową ocenę wyników firmy pod względem kreowania wartości.

Analiza jest prowadzona różnymi metodami i za pomocą różnych mierników. Duża dowolność w wyborze metod pozwala na dopasowanie ich do potrzeb i specyfiki przedsiębiorstwa. Badając wyniki firmy X, zauważono, że dobrze dobrane wskaźniki pozwalają skutecznie zarządzać wartością firmy, co w długim okresie przyczynia się do zaspokojenia potrzeb wszystkich interesariuszy firmy.

VALUE BASED MANAGEMENT AS AN INSTRUMENT OF BUSINESS ACTIVITY STEERING

Summary

Value Based Management (VBM) has been recently found very useful in finance management or even in company's management as an integrity. VBM is a combination of analysis of past results and future possibilities of value growth, which determines its versatility. VBM is based on elements of finance, management and strategy, which has advantageous influence on quality of economical research and analysis which decline in company and its environment. Article presents conception of VBM and examples of its practical elements.

Translated by Piotr Waśniewski