

Marek Jabłoński \*  
Adam Jabłoński \*\*

## KLUCZOWE MIARY BIZNESOWE W BUDOWIE WARTOŚCI FIRMY

### STRESZCZENIE

*Artykuł przedstawia wybrane aspekty zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Autorzy spróbowali dokonać wyznaczenia poziomów definiowania mierników jego wartości. Zdefiniowano poziom I jako globalne mierniki wartości, poziom II opisujący tzw. nośniki wartości („Value Drivers”) oraz poziom III obejmujący operacyjne mierniki realizacji strategii firmy. Rozwiązania ujęto w kontekście cyklu życia organizacji oraz zasad formułowania strategii finansowych.*

### WSTĘP

Menedżerowie przedsiębiorstw w ostatnich latach zauważyli, iż zarządzanie w dobie hiperkonkurencji wymaga szczególnie zaangażowania i koncentracji. Szukają przy tym metod i takich koncepcji zarządzania, które w dość krótkim czasie przyczynią się do osiągnięcia założonych celów biznesowych. Stąd też rośnie zainteresowanie wdrażaniem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (ang. Value Based Management). Zarządzanie wg tej koncepcji polega głównie na takim podejmowaniu decyzji zarządczych w obszarze inwestycji, marketingu, procesów produkcyjnych bądź świadczeniu usług i finansów, aby w potencjalnie akceptowanym interwale czasowym powiększyć wartość rynkową spółki. „Osiągnięcie tego celu wymaga więc intensywnych poszukiwań innowacyjnych rozwiązań, które posłużą organizacji zbudować tzw. efektywny model biznesu. Model ten, stanowiący kombinację aktywów materialnych i kapitału intelektualnego, służy realizacji odpowiedniej dla oceny sytuacji rynkowej strategii sukcesu”<sup>1</sup>. Kluczowym zagadnieniem jest

\* Marek Jabłoński – dr, Wyższa Szkoła Humanitas w Sosnowcu, P.W.-Konsulting OTTIMA plus.

\*\* Adam Jabłoński – dr, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, P.W.-Konsulting OTTIMA plus.

<sup>1</sup> M. Jabłoński, A. Jabłoński, *Efektywne modele biznesu*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas w Sosnowcu, Zeszyt 2/2006, s. 67.

przy tym monitorowanie wyników osiągniętych przez organizację w aspekcie zastosowanego modelu biznesowego. W tym celu istotne jest użycie odpowiednich do tego miar osiągnięć. W artykule spróbowano w sposób logiczny przedstawić poziomy definiowanych miar wartości firmy.

## NOŚNIKI WARTOŚCI

Podstawowymi czynnikami mającymi wpływ na wzrost wartości przedsiębiorstwa, a odnoszącymi się bezpośrednio do efektywności modelu biznesowego, są tzw. nośniki wartości przedsiębiorstwa (ang. Value Drivers). Ponieważ stosowany model biznesu przez organizacje stale ewaluuje i mocno związany jest z cyklem życia organizacji, to także poszczególne nośniki wartości przedsiębiorstwa powinny być w tym kontekście dobrze rozpoznane.

Poniżej w tabeli pierwszej przedstawiono wybrane nośniki wartości przedsiębiorstwa ujęte w aspekcie cyklu życia organizacji.

**Tabela 1.** Nośniki wartości w cyklu życia przedsiębiorstwa

Lp.	Nośniki wartości	Etapy cyklu życia			
		Początek	Wzrost	Dojrzałość	Spadek
1.	Wzrost przychodów ze sprzedaży	Wysoki	Wysoki	Brak	Ujemny
2.	Marża operacyjna (zysk operacyjny)	Niska/wysoka	Wysoka	Średnia	Niska
3.	Stopa podatku dochodowego płatnego w gotówce	Niski	Niski	Normalny	Niestabilny
4.	Inwestycje w kapitał pracujący (aktywa obrotowe netto)	Wysokie	Wysokie	Niskie	Malejące
5.	Inwestycje w aktywa trwałe	Wysokie >> Amortyzacja	Wysokie >> Amortyzacja	Niskie/średnie = lub < Amortyzacja	Niskie/malejące << Amortyzacja
6.	Koszt kapitału związany z poziomem ryzyka biznesowego	Bardzo wysoki	Wysoki	Średni	Niski
7.	Okres planowania	Krótki	Średni/długi	Długi	Krótki/średni
8.	Wartość rezydualna	Duża	Duża	Średnia	Średnia

**Źródło:** R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Wydawnictwa ODiDK Sp. z o.o. Gdańsk 2005, s. 44.

Oprócz wyżej wymienionych nośników warto byłoby jeszcze dodatkowo wymienić nośniki dotyczące okresu trwałości przewagi konkurencyjnej firmy mierzonej okresem, w którym organizacja poprzez swoją aktywność osiągnie

zwrot z kapitału wyższy od kosztu kapitału w kontekście realizowanej strategii rozwoju i wzrostu.

Jak widać powyżej, wymienione nośniki wartości przedsiębiorstwa osiągają odpowiednie wyniki zależnie od cyklu życia organizacji. Sterując nimi, należy brać to pod uwagę, szczególnie podczas praktycznego wdrażania koncepcji „Value Based Management”. „Wdrożenie zarządzania przez wartość jest procesem wymagającym zastosowania narzędzi analitycznych, które łączą elementy zarządzania strategicznego, operacyjnego i finansowego”<sup>2</sup>. Według jednej z propozycji wdrożenia tego modelu zarządzania, proces jego implementacji może się składać z 6 etapów:

- „Wybór specyficznych wewnętrznych celów, które będą prowadzić do wypuklenia roli budowy wartości w organizacji.
- Selekcja strategii i projektowania takiej struktury organizacji, która umożliwi osiągnięcie wybranych celów.
- Identyfikacja specyficznych nośników wartości („Value Drivers”), które aktualnie kreują wartość firmy w aspekcie bieżącej strategii, ale także nowo projektowanych przyszłych rozwiązań strategicznych.
- Rozwijanie planów działań, budowa efektywnego systemu pomiaru wyników, wyznaczenie targetów (wartości docelowych, celów bazujących na zidentyfikowanych wcześniej priorytetach i analizie nośników wartości).
- Ocena bieżąca realizacji planów działań, zachowań organizacji i osiągniętych wyników.
- Ocena i walidacja celów, strategii, planów i systemu kontroli w świetle bieżących rezultatów i wymaganych modyfikacji strategii”<sup>3</sup>.

Taki schemat postępowania pozwala dokonywać stałego monitoringu efektów działalności biznesowej firmy związanej z celem długotrwałej budowy jej wartości. W tym aspekcie poddać monitorowaniu należy wszystkie krótkoterminowe i wszystkie długoterminowe projekty strategiczne, które powinny charakteryzować się dodatnią stopą zwrotu z kapitału zaangażowanego na potrzeby ich realizacji.

Należy także zwrócić uwagę na to, iż na całościowe wyniki organizacji wpływ mają wyniki poszczególnych komórek organizacyjnych, które poddane powinny być także kompleksowemu systemowi oceny.

Ze względu na to, iż w literaturze przedmiotu istnieje szereg mierników wartości firmy, a ich formy i sposoby obliczania podlegają ciągłym modyfikacjom, organizacja sama powinna podjąć decyzję, jaki miernik wykorzystać. Wybierając miernik główny oceny realizacji strategii zarządzania

<sup>2</sup> M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 48.

<sup>3</sup> T. Malmi, S. Ikäheimo, *Value Based Management practices – some evidence from the field*, „Management Accounting Research” 14 (2003), s. 236-237.

wartością, należy zdecydować się na jeden z dwóch możliwych wariantów postępowania:

- „Budujemy wskaźnik, który może być realnie odnoszony do innych obliczonych lub wykorzystywanych w analizie przez konkurencję.
- Opracowujemy taki wskaźnik, który wprawdzie nie może być porównywany z miernikami konkurencyjnych firm, ale za to doskonale charakteryzuje procesy ekonomiczne zachodzące w przedsiębiorstwie i w sektorze jego działalności gospodarczej”<sup>4</sup>.

Najbardziej znanymi miernikami wartości firmy są:

- zysk ekonomiczny (ekonomiczna wartość dodana EVA TM),
- rynkowa wartość dodana (MVA),
- gotówkowy zwrot z inwestycji (CFROI),
- gotówkowa wartość dodana (CVA),
- całkowity zwrot dla akcjonariuszy (TSR),
- wartość dodana dla właścicieli (SVA).

„W ostatnich latach mierniki te uzupełniane są o indywidualne i specjalnie dedykowane systemy oceny kapitału intelektualnego, np. o indeks tworzenia wartości (VCI) lub miernik wartości dodanej kapitału intelektualnego (VAIC). Rozważając problem tworzenia wartości na poziomie całej organizacji, należy zwrócić uwagę na tworzenie wartości w poszczególnych jednostkach biznesowych. Jednym z rozwiązań służących ocenie tej wartości jest mapa wartości, w której dzieli się daną spółkę na tzw. centra wartości (jednostki biznesowe, rodzaje działalności)”<sup>5</sup>. Założeniem tej metody jest ustalenie, czy zwrot z zaangażowanego kapitału (ROIC- Return on Invested Capital) wytworzony w danej jednostce biznesowej jest większy od średnio ważnego kosztu kapitału (WACC – Weighted Average Cost of Capital), wówczas wartość jest tworzona, gdy  $ROIC < WACC$  wtedy wartość jest niszczone.

„Jeżeli więc  $ROIC < WACC$ , wówczas przedsiębiorstwo lub samodzielna jednostka biznesu wypracowuje zysk operacyjny netto po opodatkowaniu, który nie tylko pokrywa koszt całkowitego kapitału zainwestowanego, lecz umożliwia tworzenie nadwyżki nazywanej zyskiem rezydualnym lub zyskiem ekonomicznym. Nadwyżka ta jest źródłem tworzenia dodatkowej wartości przedsiębiorstwa i zwiększenia wartości kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwie”<sup>6</sup>.

## MACIERZ MIARY FINANSOWEJ

Spójną konstrukcją opisującą zasady tworzenia budowy wartości przedsiębiorstwa jest przywoływana w literaturze przedmiotu macierz strategii

<sup>4</sup> G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 21.

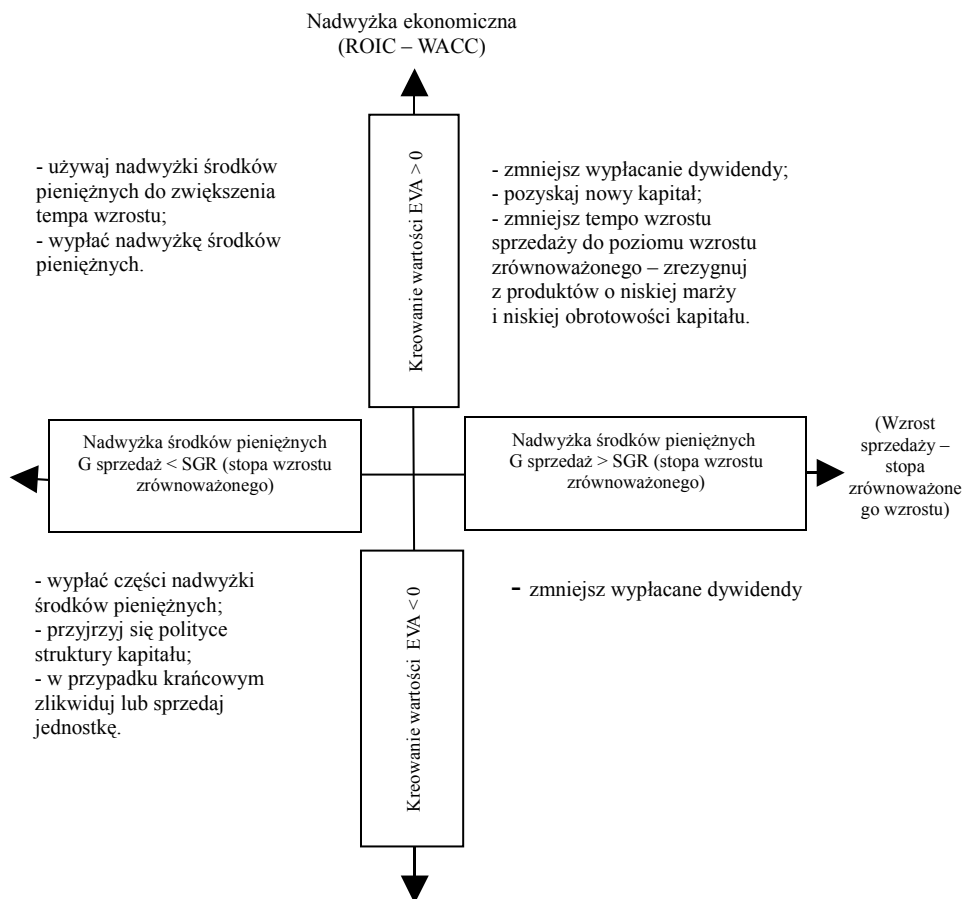
<sup>5</sup> C. Szuszyński (red. naukowa), *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007, s. 124.

<sup>6</sup> A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 63.

finansowej (rys. 1).

Osi pionowej tej macierzy odpowiada zdolność wybranej jednostki organizacyjnej do tworzenia wartości. Oś pozioma natomiast odpowiada zdolności firmy do sfinansowania wzrostu jej sprzedaży.

Rys.1. Macierz strategii finansowej



Źródło: G. Hawawini, C. Viallet, *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007, s. 596.

Strategia finansowa przedsiębiorstwa tak pojmowana, uzależniona jest z jednej strony od atrakcyjności firmy w kontekście lokowania w nią kapitału, z drugiej strony możliwościami wzrostu sprzedaży. Przedstawiona na rysunku stopa wzrostu zrównoważonego jest definiowana jako relacja zysku zatrzymanego do zysku netto przedsiębiorstwa.

## MIERNIKI WARTOŚCI FIRMY

Mierniki ROIC, WACC oraz EVA są nadrzędne do miar operacyjnych realizacji strategii firmy. Można zatem podzielić te miary na 3 poziomy w aspekcie koncepcji „Value Based Management”:

- Poziom I – generalne miary wartości firmy, do których należą ROIC, WACC, EVA i inne podobnej struktury.
- Poziom II – nośniki wartości („Value Drivers”), (np. wzrost przychodów ze sprzedaży, zysk operacyjny, stopa podatku, inwestycje w kapitał obrotowy netto, inwestycje w aktywa trwałe, koszt kapitału i inne).
- Poziom III – pozostałe mierniki realizacji strategii firmy (mierniki skuteczności i efektywności procesów, zarządzanie zasobami ludzkimi, miary lojalności i zadowolenia klientów, ogólnie miary kapitału intelektualnego).

Przykładowe mierniki poziomu trzeciego w ujęciu perspektywy finansowej modelu Zrównoważonej Karty Wyników (Balanced Scorecard) przedstawiono w tabeli 2. z uwzględnieniem cyklu życia organizacji, nawiązując do opisanego powyżej ujęcia nośników wartości.

**Tabela 2.** Mierniki finansowe w cyklu życia

		Tezy strategiczne		
		Wzrost i struktura przychodów	Redukcja kosztów/ wzrost wydajności	Wykorzystanie aktywów
Strategia przedsiębiorstwa	Wzrost	<ul style="list-style-type: none"> <li>• stopa wzrostu sprzedaży w poszczególnych segmentach</li> <li>• udział przychodów z nowych produktów, usług i klientów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• przychody w relacji do liczby zatrudnionych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• nakłady inwestycyjne (% w relacji do sprzedaży)</li> <li>• nakłady na badania i rozwój (% w relacji do sprzedaży)</li> </ul>
	Utrzymanie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• udział sprzedaży docelowym klientom</li> <li>• udział przychodów z nowych zastosowań</li> <li>• rentowność klientów i produktów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koszty w porównaniu do konkurentów</li> <li>• stopa redukcji kosztów</li> <li>• koszty pośrednie (% w relacji do sprzedaży)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• wskaźnik kapitału obrotowego (okres konwencji gotówki)</li> <li>• ROCE dla głównych kategorii aktywów</li> <li>• stopień wykorzystania aktywów</li> </ul>
	Żniwa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• rentowność klientów i produktów</li> <li>• odsetek nierentownych klientów</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• koszt jednostkowy (produktu, transakcji)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• okres zwrotu kapitału</li> <li>• wydajność</li> </ul>

**Źródło:** R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna Karta Wyników*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2006, s. 62.

## ZAKOŃCZENIE

Na podstawie założeń ogólnej strategii rozwoju organizacji oraz przyjęcia za podstawowy cel jej istnienia wzrost długoterminowej wartości, zasadne wydaje się określić cele obejmujące osiągnięcie zaplanowanych wartości miar sukcesu organizacji z uwzględnieniem globalnego wskaźnika wartości (np. EVA). Kolejnym etapem będzie zidentyfikowanie i pomiar kluczowych nośników wartości („Value Drivers”), a w końcu zdefiniowanie miar realizacji operacyjnej strategii firmy z uwzględnieniem kluczowej roli miar kapitału intelektualnego. Istotną częścią ogólnej strategii rozwoju w tym ujęciu będzie macierz strategii finansowej, która w swojej strukturze opisywać będzie informację o tworzeniu lub utracie wartości w aspekcie wykorzystywanego kapitału. Na podstawie relacji pomiędzy wartością firmy a zastosowanym kapitałem i jego kosztem wyznaczone będą kierunki rozwoju organizacji. W artykule przedstawiono propozycję podziału mierników przedsiębiorstwa w kontekście procesu wdrożenia koncepcji („Value Based Management”).

## SUMMARY

*The following article presents selected aspects of the Value Based Management. The authors estimated three levels of the indicators for Value Based Management. To be defined the level I as main value indicators, the level II described value driver's and the level III contained core indicators of the strategy companies. This solutions was considered in range of the life's cycle analysis and implementation of the finance's strategy in companies.*

## LITERATURA

1. A. Dulinić, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 63.
2. G. Gołębiowski, P. Szczepankowski, *Analiza wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2007, s. 21.
3. G. Hawawini, C. Viallet, *Finanse menedżerskie*, PWE, Warszawa 2007, s. 596.
4. M. Jabłoński, A. Jabłoński, *Efektywne modele biznesu*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas w Sosnowcu, Zeszyt 2/2006, s. 67.
5. R.S. Kaplan, D.P. Norton, *Strategiczna Karta Wyników*, Wydawnictwo PWN, Warszawa 2006, s. 62.
6. T. Malmi, S. Ikäheimo, *Value Based Management practices – some evidence from the field*, „Management Accounting Research” 14 (2003),

- s. 236-237.
7. R.W. Mills, *Dynamika wartości przedsiębiorstwa dla udziałowców, zasady i praktyka analizy wartości strategicznej*, Wydawnictwa ODDK Sp. z o.o. Gdańsk 2005, s. 44.
  8. M. Siudak, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2001, s. 48.
  9. C. Szuszyński (red. naukowa), *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, PWE, Warszawa 2007, s. 124.