

# Bogusława Ziółkowska

---

## Wartość przedsiębiorstwa i jej determinanty w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami

---

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 45/2, 93-104

---

2016

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.



DOI:10.18276/sip.2016.45/2-08

**Bogusława Ziółkowska\***

Politechnika Częstochowska

## WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA I JEJ DETERMINANTY W ZARZĄDZANIU WSPÓŁCZESNYMI PRZEDSIĘBIORSTWAMI

### Streszczenie

W artykule przedstawiono wyniki badań przeprowadzonych w przedsiębiorstwach w Polsce w 2012 roku. W badaniach uczestniczyło 346 przedsiębiorstw z województwa śląskiego, w tym 143 mikro, 104 małych, 51 średnich i 48 dużych. W grupie badanych przedsiębiorstw przeważały firmy deklarujące prowadzenie działalności usługowej (ponad 2/3 ogółu uczestniczących w badaniu). Pozostałe przedsiębiorstwa, stanowiące 29,1% badanej populacji, potwierdziły przynależność do sektora produkcyjnego jako podstawowego obszaru swojej aktywności gospodarczej.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, determinanty wartości, zarządzanie przedsiębiorstwem

### Wstęp

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa łączy decyzje strategiczne z decyzjami operacyjnymi. Ogólne aspiracje przedsiębiorstwa, techniki analityczne i procesy zarządzania podporządkowane są w niej maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Odbywa się to poprzez skupienie procesu decyzyjnego na głównych czynnikach kształtujących wartość (Copeland, Koller, Murrin, 1997, s. 87). W przed-

---

\* Adres e-mail: [ziol@zim.pcz.pl](mailto:ziol@zim.pcz.pl).

siębiorstwie realizującym koncepcję wzrostu wartości w procesach zarządzania, jak planowanie i pomiar wyników, wykorzystywany jest precyzyjny i jednoznaczny miernik efektywności – wartość przedsiębiorstwa. Jego zastosowanie dostarcza kierownictwu informacji niezbędnych do podejmowania decyzji i działań zwiększających wartość przedsiębiorstwa.

Zarządzanie przez wartość pozwala uporządkować i zapanować nad całością spraw związanych z kształtowaniem wartości przedsiębiorstwa, także w zakresie projektowania i wdrażania mechanizmów wpływania na tę wartość. Pozwala również przekładać nadrzędne cele wzrostu wartości na konkretne działania organizacji oraz motywować pracowników do podejmowania trafnych decyzji z punktu widzenia procesów tworzenia wartości (Szablewski, Pniewski, Bartoszewicz, 2008, s. 53).

Celem artykułu było dokonanie przeglądu znanych w literaturze przedmiotu czynników wzrostu wartości przedsiębiorstwa oraz zweryfikowanie ich znaczenia w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami. Hipoteza badawcza brzmi: menedżerowie właściwie interpretują pojęcie wartości przedsiębiorstwa i wiedzą, jakie jest jego znaczenie w zarządzaniu, znają źródła i determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstwa i je wykorzystują w podejmowaniu decyzji strategicznych i operacyjnych.

## 1. Komponenty wartości w zarządzaniu przedsiębiorstwem

Zidentyfikowanie nośników wartości to proces zindywidualizowany i przebiegający w odmienny sposób w każdym przedsiębiorstwie. Ich użyteczność w zarządzaniu przedsiębiorstwem wzrasta, gdy zostaną pogrupowane wg kryterium ich wpływu na wartość (Copeland i in., 1997, s. 98). Sens posiada wyłącznie wykorzystywanie wyodrębnionego zestawu – systemu nośników wartości wraz z uwzględnieniem ich wzajemnych oddziaływań. Zmiana jednego z czynników wartościotwórczych może burzyć cały stworzony system, gdyż nie muszą jej towarzyszyć analogiczne zmiany pozostałych czynników, a zatem może dochodzić do zachwiania równowagi w systemie nośników wartościotwórczych. Dlatego zidentyfikowane nośniki wartości muszą być weryfikowane co pewien czas, aby elastycznie dostosowywać procesy tworzenia wartości w przedsiębiorstwie do zmian, jakie zachodzą wewnątrz przedsiębiorstwa, a zwłaszcza w jego otoczeniu (Ziółkowska, 2013, s. 74).

Zgodnie z poglądem prezentowanym przez A. Blacka, P. Wrighta i J.E. Bachmana (2008, s. 34) czynniki kształtujące wartości można podzielić na: strategiczne, finan-

sowe i operacyjne. Przejście od poziomu strategii do działań operacyjnych następuje poprzez obszar finansowych nośników wartości, które nabierają charakteru taktycznego w zarządzaniu procesami tworzenia wartości w przedsiębiorstwie. Czynniki operacyjne nie posiadają charakteru uniwersalnego, lecz wiążą się ściśle z profilem działalności gospodarczej realizowanej w przedsiębiorstwie i powinny zostać sformułowane w taki sposób, aby mogły być stosowane w realizacji i monitorowaniu procesów wartościotwórczych na najniższym szczeblu organizacyjnym.

D. Walters (1999) uważa, że najważniejszym elementem szacowania wartości przedsiębiorstwa są przyszłe przewidywane wolne przepływy pieniężne, które poddawane są procesowi dyskontowania po to, by ich wartości urealnić na moment dokonywania wyceny. Jeśli uwzględni się zdaniem tego autora, że podstawą szacowania kursu akcji jest ich wyemitowana ilość, to wówczas najogólniej za najważniejsze nośniki wartości przedsiębiorstwa uznać należy: gotówkę, zainwestowany kapitał i koszt kapitału.

A. Rappaport (1999, s. 65) wyróżnił w tym względzie 3 główne komponenty wartości, do których zaliczył: przepływy pieniężne z działalności operacyjnej, stopę dyskontową oraz zadłużenie, a następnie zidentyfikował 7 głównych czynników kształtujących wartość. Są to:

- okres wzrostu wartości,
- stopa wzrostu sprzedaży,
- marża zysku operacyjnego,
- dodatkowe inwestycje w kapitał trwały,
- dodatkowe inwestycje w kapitał obrotowy,
- gotówkowa stopa podatku dochodowego,
- koszt kapitału.

Wybór odpowiedniego zestawu czynników tworzących wartość, nośników wartości, stanowi podstawę ukształtowania cyklu tworzenia wartości. Ważne jest, aby każdy z wyróżnionych czynników wartościotwórczych został wyposażony we właściwy miernik, który pozwoli na ocenę stopnia jego realizacji. Odpowiednio skonstruowane mierniki czynników kształtowania wartości powinny stanowić podstawę systemów wynagradzania pracowników na wszystkich szczeblach w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstwa. Jednym z aspektów jej oceny jest innowacyjność organizacji jako skuteczność wdrożenia właściwych rozwiązań organizacyjnych, w tym systemów motywacyjnych pracowników uczestniczących w realizacji przedsięwzięć innowacyjnych (Skowron-Grabowska, 2013, s. 13–18). Stanowią one ważne ogniwo cyklu tworzenia wartości i warunkują niezakłócony przebieg procesów tworzenia wartości w przedsiębiorstwie.

W tabeli 1 został zaprezentowany zestaw najczęściej stosowanych czynników kształtowania wartości wraz z proponowanymi miarami ich realizacji.

Tabela 1. Czynniki wartości i kryteria ich pomiaru

Czynnik wartości	Miary osiągnięć
Stopa wzrostu sprzedaży	Wzrost udziału w rynku/wzrost rynku Roczny wzrost sprzedaży
Marża zysku operacyjnego	Planowana/aktualna marża (wzrost, EBIT) Efektywność zaopatrzenia i produkcji
Inwestycje w kapitał pracujący	Kapitał pracujący/sprzedaż Struktura kapitału pracującego
Inwestycje w kapitał stały	Produktywność aktywów stałych (aktywa stałe/sprzedaż)
Koszt kapitału	Struktura kapitału Udział kapitału z poszczególnych źródeł
Okres wzrostu wartości	Dodatnie NPV/horyzont czasu Wzrost ROI i ROE
Wolne strumienie gotówki (FCF)	Planowane/rzeczywiste w prognozowanym okresie
Zarządzanie lojalnością klientów	Przeciętne zamówienie/wartość zakupu Oczekiwane NPV okresu transakcji Koszt przyciągnięcia klienta/czas Koszt utrzymania klienta/czas
Dźwignia operacyjna	Koszt stały/koszt zmienny
Dźwignia finansowa i kontrola przedsiębiorstwa	Wskaźnik dług/kapitał własny Koszt kapitału Pokrycie odsetek
Operacyjny przepływ gotówki	Gotówka operacyjna/sprzedaż Planowana/rzeczywista płynność
Strategiczny przepływ gotówki	Strategiczne przepływy gotówki z przyszłej sprzedaży
Zarządzanie zdolnością wytwórczą	Planowana zdolność/rynkowa zdolność Planowane wykorzystanie zdolności/rynkowe wykorzystanie Dostępna zdolność wytwórcza

Źródło: Dudycz (2001), s. 33.

Istotne znaczenie w zarządzaniu przedsiębiorstwem, poza monitorowaniem wyróżnionych w tabeli 1 miar, posiada kształtowanie wielkości każdego z czynników wyodrębnionego zestawu nośników wartości na oczekiwanym, pożądanym poziomie. Równie ważnym zabiegiem jest obserwacja zmian zachodzących w przedsiębiorstwie i jego otoczeniu, aby móc systematycznie dokonywać korzystnych modyfikacji w składzie czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa.

## 2. Charakterystyka próby badawczej

Badania w zakresie rozpoznania czynników wartościotwórczych i ich roli w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami przeprowadzono na wyselekcjonowanej grupie przedsiębiorstw. Zostały one dobrane celowo w taki sposób, aby zapewnić wystarczająco dużą grupę obiektów badanych zróżnicowanych pod względem wielkości, sektora działalności, formy własności i organizacyjno-prawnej, długości czasokresu funkcjonowania. Ważnym czynnikiem, który wpłynął na wielkość przebadanej populacji przedsiębiorstw, była chęć współpracy ze strony przedsiębiorstw. Ankiety były dostarczane do przedsiębiorstw bezpośrednio przez ankietatorów i po rozmowie pozostawiane w firmie do wypełnienia przez właściciela lub osobę kompetentną do udzielania odpowiedzi. Było to potwierdzane pieczęcią i podpisem osoby wypełniającej kwestionariusz ankietowy. Cechą podobną badanych przedsiębiorstw była ich lokalizacja – wszystkie uwzględnione w próbie firmy znajdowały się na terytorium województwa śląskiego. Spośród 346 wypełnionych kwestionariuszy ankietowych otrzymanych od przedsiębiorstw uwzględnionych w badaniu największą liczbę stanowiły przedsiębiorstwa mikro (143) i małe (104). Ponadto do badania przystąpiło 48 przedsiębiorstw dużych i 51 deklarujących się jako firmy średnie.

Analiza populacji badanych przedsiębiorstw przeprowadzona według kryterium sektora działalności pozwala stwierdzić, że przeważały w tej grupie firmy deklarujące prowadzenie działalności usługowej (ponad 2/3 ogółu uczestniczących w badaniu). Pozostałe przedsiębiorstwa, stanowiące 29,1% badanej populacji, potwierdziły przynależność do sektora produkcyjnego jako podstawowego obszaru swojej aktywności gospodarczej.

Badane przedsiębiorstwa różniły się między sobą formą własności, choć zdecydowanie najwięcej w wybranej grupie respondentów było przedsiębiorstw prywatnych, które stanowiły ponad 91,9% ogólnej liczby uczestniczących w badaniu firm.

Warto zauważyć, że w próbie badawczej istniało wyraźne zróżnicowanie pod względem wieku przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu. Zdecydowanie największy udział w badanej próbie miały młode przedsiębiorstwa mieszczące się w przedziale wieku 1–15 lat, które stanowiły 60,1% ogółu badanych, w tym 79 firm to przedsiębiorstwa bardzo młode, których wiek kształtował się w przedziale od 1–5 lat, a 74 przedsiębiorstwa mieściły się w przedziale powyżej 5 do 10 lat. Przedsiębiorstwa nowo powstałe, których okres trwania był krótszy niż jeden rok, stanowiły 5,2% badanej populacji (18 firm). Udział przedsiębiorstw dojrzałych w wieku powyżej 15 lat kształtował się na poziomie 33,8% i stanowił

1/3 badanej populacji, w tym 24 przedsiębiorstwa swój wiek oceniły na powyżej 30 lat (6,9% ogółu badanych przedsiębiorstw). Grono przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu było także zróżnicowane pod względem formy organizacyjno-prawnej. W badanej próbie dominowały przedsiębiorstwa prywatne osób fizycznych (samodzielna działalność gospodarcza) i stanowiły 61,2% ogółu firm biorących udział w badaniu. Jednocześnie 22,8% próby badawczej to przedsiębiorstwa funkcjonujące w formie spółki kapitałowej, w tym 28 spółek akcyjnych i 51 spółek z o.o.

Jak wynika z odpowiedzi udzielonych przez respondentów, pochodzenie kapitału w badanych przedsiębiorstwach miało zdecydowanie polskie korzenie (86%). Najwięcej spośród badanych przedsiębiorstw – 246 firm, co stanowi 71% ogółu biorących udział w badaniu – zadeklarowało, że ich działalność w 100% oparta jest na polskim kapitale, a kolejne 50 wskazało na dominujący udział kapitału polskiego (15%). 18 badanych przedsiębiorstw zaznaczyło, że ich kapitał pochodzi w 100% z zagranicy, natomiast 14 firm udzieliło odpowiedzi, że udział kapitału zagranicznego w ich przedsiębiorstwach jest dominujący.

### **3. Determinanty wartości przedsiębiorstwa i ich znaczenie w zarządzaniu przedsiębiorstwami w świetle przeprowadzonych badań**

#### **3.1. Sposoby postrzegania kategorii wartości przedsiębiorstwa**

Dla zidentyfikowania sposobu postrzegania wartości przedsiębiorstwa przez badane podmioty sformułowano pytanie zamknięte zawierające 5 możliwych sposobów definiowania tej kategorii. Badane przedsiębiorstwa najczęściej identyfikowały kategorię wartości przedsiębiorstwa z sumą majątku rzeczowego i aktywów niematerialnych (49,7%). W każdej grupie wielkości przedsiębiorstw odpowiedź ta była najczęściej wskazywana. Stwierdzono jednak, że takie postrzeganie wartości wiąże się z wielkością przedsiębiorstwa ( $\chi^2 = 29,731$ ;  $\varphi = 0,322$ ;  $p < 0,001$ )<sup>1</sup>. W grupie przedstawicieli dużych przedsiębiorstw wartość przedsiębiorstwa jako sumę majątku rzeczowego i aktywów niematerialnych potraktowało aż 70,8% dużych przedsiębiorstw i 66,7% średnich przedsiębiorstw uwzględnionych w badaniu. Drugą co do

<sup>1</sup> W badaniach ustalono wartość testu niezależności  $\chi^2$ , poziom odrzucenia wartości prawdopodobieństwa testowego  $p$  (wartości mniejsze od 0,05 świadczą o istotnych zależnościach) oraz przeprowadzono analizę współzależności poprzez wyznaczenie wartości współczynnika kontyngencji  $\varphi$ -Yule'a. W niektórych przypadkach podano również kierunek zależności wyznaczony po przekształceniu tablic wielopolowych w tablice asocjacji.

częstotliwości wskazywanych odpowiedzi (16,8%) była cena, jaką można uzyskać za przedsiębiorstwo (wartość rynkowa). Tę opcję najczęściej wybierały przedsiębiorstwa z grupy mikro (24,5%), a najrzadziej przedsiębiorstwa duże (jedynie 4,2%). Wartość przedsiębiorstwa jako sumę przyszłych zdyskontowanych przepływów pieniężnych netto generowanych przez przedsiębiorstwo w przyszłości (wartość dochodową) zaznaczyła niespełna 1/7 badanych firm (14,5%), przy czym zdecydowanie częściej za tym rodzajem wartości opowiadały się przedsiębiorstwa mikro i małe (odpowiednio: 17,5 i 16,3%) niż przedsiębiorstwa duże (8,3%) i średnie (7,8%).

### 3.2. Ocena źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa

Kolejne pytanie w kwestionariuszu ankietowym dotyczyło wskazania źródeł wzrostu wartości wraz z określeniem kolejności ich znaczenia poprzez uszeregowania od 1 – najistotniejsze do 6 – najmniej istotne źródło wzrostu wartości. Dokonana przez respondentów ocena źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa kształtowała się bardzo różnie w poszczególnych grupach wielkości przedsiębiorstw.

Ogólnie najwyższą ocenę uzyskali klienci i rynki zbytu. Była to najwyżej oceniana kategoria w każdej z grup. Najniższą ocenę ogólnie uzyskała organizacja i przebieg realizowanych w przedsiębiorstwie działań i procesów, przy czym oceny w przedsiębiorstwach mikro dla tej kategorii były istotnie statystycznie niższe niż dla przedsiębiorstw dużych ( $t = 2,278$ ;  $p = 0,011$ ). Przedsiębiorstwa duże najniżej oceniły relacje z otoczeniem. Ta kategoria najwyżej oceniona była przez mikroprzedsiębiorstwa, istotnie wyżej niż małe ( $t = -2,212$ ;  $p = 0,006$ ), średnie ( $t = -2,409$ ;  $p = 0,008$ ) i duże ( $t = -2,173$ ;  $p = 0,015$ ). W grupie przedsiębiorstw dużych na przedostatnim miejscu jako źródło wzrostu wartości przedsiębiorstwa wskazywano „aktywa materialne”, istotnie niżej niż w grupie mikro ( $t = -1,916$ ;  $p = 0,028$ ), małych ( $t = -2,073$ ;  $p = 0,019$ ) i średnich ( $t = -3,255$ ;  $p = 0,001$ ). Średnia ocena aktywów niematerialnych jako źródła wzrostu wartości przedsiębiorstwa kształtowała się na poziomie 3,418 i była nieistotnie różna we wszystkich grupach. Ocena roli pracowników w funkcji generatora wartości w grupie mikro była istotnie niższa od tej oceny w przedsiębiorstwach dużych ( $t = 1,823$ ;  $p = 0,034$ ).

Przeprowadzone badania wykazały zależność pomiędzy oceną źródeł wzrostu wartości w przedsiębiorstwie i oceną sytuacji ekonomiczno-finansowej badanych przedsiębiorstw. Wyższej ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa odpowiadała wyższa ocena pracowników jako źródła tworzenia wartości przedsię-



biorstwa ( $r_{xy} = 0,128; p = 0,009$ ). Podobnie im wyższa była ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, tym wyższa była ocena wpływu klientów i rynków zbytu na wartość przedsiębiorstwa ( $r_{xy} = 0,080; p = 0,068$ ). Natomiast wyższej ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa towarzyszyła niższa ocena znaczenia aktywów materialnych jako źródła wzrostu wartości przedsiębiorstwa ( $r_{xy} = -0,102; p = 0,029$ ), a także niższa ocena znaczenia relacji z otoczeniem ( $r_{xy} = -0,090; p = 0,047$ ).

### 3.3. Determinanty wartości w badanych przedsiębiorstwach

Kolejne pytanie dotyczyło sposobu postrzegania czynników wartościotwórczych w badanych przedsiębiorstwach wraz z określeniem kolejności ich znaczenia poprzez uszeregowania od 1 – najistotniejszy do 6 – najmniej istotny czynnik

Zdaniem ankietowanych najsilniej na wartość przedsiębiorstw oddziałują przychody ze sprzedaży. Czynnik ten wskazywany był jako najważniejszy przez wszystkie grupy przedsiębiorstw – najwyższą ocenę przyznało mu 40,5% przedsiębiorstw, a najniższą zaledwie 5,4%. Najniżej przez wszystkie grupy przedsiębiorstw oceniony został koszt kapitału (27,5%). Pozostałe kategorie oceniane były podobnie. Jedynie ocena inwestycji w majątek obrotowy ze strony mikroprzedsiębiorstw (3,345) była istotnie wyższa niż ze strony małych ( $t = 2,420; p = 0,008$ ) i średnich ( $t = 1,705; p = 0,044$ ), a ocena „pracowników i menedżerów” ze strony małych przedsiębiorstw (3,888) była niższa niż ze strony dużych ( $t = 1,864; p = 0,031$ ). Przeprowadzone badania nie potwierdziły istotnych statystycznie zależności pomiędzy wielkością przedsiębiorstw a czynnikami ocenianymi jako kształtujące wartość przedsiębiorstwa, natomiast zauważono istotną statystycznie zależność w ocenie czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa i ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej badanych przedsiębiorstw. Jak wskazują wyniki przeprowadzonych badań, wyższej ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa odpowiadała wyższa ocena oddziaływania procesów realizowanych w przedsiębiorstwie na jego wartość ( $r_{xy} = 0,083; p = 0,060$ ) oraz niższa ocena roli kosztu kapitału w kształtowaniu wartości badanych przedsiębiorstw ( $r_{xy} = -0,095; p = 0,038$ ).

W prowadzonych badaniach uwzględniono również ocenę opinii przedsiębiorstw w zakresie postrzegania czynników najsilniej zagrażających wzrostowi wartości firm. Z przeprowadzonych badań wynika, że konkurencja była czynnikiem wskazywanym najczęściej jako źródło zagrożenia wzrostu wartości przedsiębior-

stwa przez ogół badanych firm. Jednak uwzględniając odpowiedzi uzyskane w poszczególnych klasach wielkości, okazuje się, że zagrożenie ze strony konkurencji najsilniej odczuwają przedsiębiorstwa małe, mikro oraz średnie. Przedsiębiorstwa duże częściej upatrywały zagrożeń w makrootoczeniu i sytuacji gospodarczej, które ogół przedsiębiorstw w zakresie częstotliwości wskazań uplasował na drugiej pozycji siły zagrożenia. Duże przedsiębiorstwa częściej niż pozostałe wskazywały jako źródło zagrożenia wzrostu wartości złą organizację i przebieg realizowanych w przedsiębiorstwie procesów. Z przeprowadzonych badań wynika, że przedsiębiorstwa najmniej obawiają się braku innowacji oraz zmian uregulowań prawnych jako czynników zagrażających wzrostowi ich wartości i dotyczy to zarówno ogółu przebadanych firm, jak i odpowiedzi uzyskanych w poszczególnych klasach wielkości.

Ocena konkurencji jako czynnika zagrażającego wzrostowi wartości przedsiębiorstwa była istotnie wyższa ze strony mikroprzedsiębiorstw niż przedsiębiorstw średnich ( $t = 1,842$ ;  $p = 0,033$ ) i dużych ( $t = 3,729$ ;  $p = 0,000$ ) oraz ze strony przedsiębiorstw małych (1,780) niż przedsiębiorstw średnich ( $t = 2,437$ ;  $p = 0,007$ ) i dużych ( $t = 4,318$ ;  $p = 0,000$ ). Natomiast zła organizacja i przebieg procesów w przedsiębiorstwie były oceniane istotnie niżej przez przedsiębiorstwa mikro niż duże ( $t = 2,897$ ;  $p = 0,002$ ), a także niżej przez przedsiębiorstwa małe niż duże ( $t = 3,132$ ;  $p = 0,001$ ). Ocena zagrożeniem wzrostu wartości przedsiębiorstwa ze strony makroekonomicznej sytuacji gospodarczej była istotnie niższa w przypadku mikroprzedsiębiorstw niż przedsiębiorstw dużych ( $t = 1,879$ ;  $p = 0,030$ ). Również dla przedsiębiorstw małych był to czynnik oceniany istotnie niżej niż przez przedsiębiorstwa duże ( $t = 2,365$ ;  $p = 0,009$ ) oraz przedsiębiorstwa średnie niż duże ( $t = 2,031$ ;  $p = 0,021$ ). Natomiast ocena wpływu braku innowacji na wzrost wartości była istotnie niższa ze strony przedsiębiorstw mikro niż małych ( $t = 1,722$ ;  $p = 0,042$ ) oraz istotnie wyższa w opinii przedsiębiorstw małych niż dużych ( $t = 1,704$ ;  $p = 0,044$ ). Ponad 1/4 badanych przedsiębiorstw (26,4%) udzieliła odpowiedzi, że ich rentowność wzrasta, dzięki czemu dużo inwestują i rozwijają się, natomiast najwięcej przedsiębiorstw, bo prawie 3/5 (59,4%), oceniło swoją sytuację jako dobrą, gdyż ich przedsiębiorstwa umiarkowanie się rozwijają i zachowują płynność finansową. Jedynie 11 badanych firm (3,2%) wskazało, że ogranicza swoją działalność, co może świadczyć o spadku ich wartości, natomiast 38 przedsiębiorstw spośród biorących udział w badaniu (11%) zaznaczyło, że ich działania są skoncentrowane głównie na walce o przetrwanie, a zatem ich wartość co najwyżej utrzymuje się na poziomie dotychczasowym z tendencją spadkową w zakresie przewidywań co do przyszłości.

Przeprowadzone badania wskazały na wyraźną zależność statystyczną pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa i jego sytuacją ekonomiczno-finansową (tabela 2).

Tabela 2. Wartości współczynników  $\chi^2$  i  $\phi$ -Yule'a dla wielkości przedsiębiorstwa i oceny jego sytuacji ekonomiczno-finansowej

Problem	$\chi^2$	p	$\phi$
Wielkość przedsiębiorstwa a jego sytuacja finansowa	49,275	0,000	0,399

Źródło: obliczenia własne.

Czynnikiem kształtującym sytuację ekonomiczno-finansową, wskazywanym najczęściej w ankietach, były przychody ze sprzedaży (1,605). Wszystkie przedsiębiorstwa w poszczególnych kategoriach wielkości oceniły ten czynnik najwyżej. Na kolejnej pozycji w rankingu determinant sytuacji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstw znalazły się koszty, odpowiednio stałe (2,571) i zmienne (2,741) (tabela 3).

Tabela 3. Średnia ocena determinant sytuacji ekonomiczno-finansowej w przedsiębiorstwie (determinant finansowych wartości dochodowej przedsiębiorstw)

Wielkość	Miara	Przychody ze sprzedaży	Koszty zmienne	Koszty stałe	Podatek dochodowy	Koszt kapitału
Mikro	średnia	1,861	2,883	2,927	3,350	3,978
	SD	1,357	1,147	1,259	1,230	1,162
Małe	średnia	1,578	3,178	2,756	3,811	3,722
	SD	1,154	1,170	1,119	1,192	1,193
Średnie	średnia	1,735	3,000	2,469	3,714	4,082
	SD	1,121	1,125	1,108	1,178	1,140
Duże	średnia	1,744	2,860	2,837	3,674	3,884
	SD	1,313	0,930	1,238	1,252	1,205
Razem	średnia	1,605	2,741	2,571	3,291	3,594
	SD	1,267	1,131	1,206	1,231	1,180

Źródło: obliczenia własne.

Jak wynika z wartości przedstawionych w tabeli 3, przychody ze sprzedaży zostały ocenione istotnie statystycznie niżej przez przedsiębiorstwa mikro niż małe ( $t = 1,772$ ;  $p = 0,038$ ). Rolę kosztów stałych w kształtowaniu kondycji przedsiębiorstwa przedsiębiorstwa mikro oceniły istotnie niżej niż przedsiębiorstwa średnie ( $t = 2,442$ ;  $p = 0,007$ ), zaś koszty zmienne zostały ocenione istotnie niżej przez przed-

siębiorstwa małe niż przez przedsiębiorstwa duże ( $t = 1,797$ ;  $p = 0,036$ ). Wśród finansowych determinant wartości przedsiębiorstwa najniżej zostały ocenione podatek dochodowy (3,291) oraz koszt kapitału (3,594). Przy czym w przypadku podatku dochodowego był on oceniony istotnie statystycznie wyżej przez mikroprzedsiębiorstwa niż przedsiębiorstwa małe ( $t = 2,965$ ;  $p = 0,002$ ) oraz średnie ( $t = 1,874$ ;  $p = 0,030$ ), zaś w przypadku kosztu kapitału przedsiębiorstwa mikro oceniły go istotnie niżej jako czynnik kształtujący wartość przedsiębiorstwa niż przedsiębiorstwa małe ( $t = 1,685$ ;  $p = 0,046$ ).

## Podsumowanie

Z przeprowadzonych badań wynika, że przedsiębiorstwa częściej identyfikują swą wartość z majątkiem, sumą aktywów materialnych i niematerialnych niż z wartością rynkową lub wartością dochodową. Podstawowego źródła wzrostu wartości upatrują w klientach i rynkach zbytu. Stąd też najczęściej w swoich działaniach ukierunkowanych na wzrost wartości koncentrują się na satysfakcjonowaniu klienta bądź, jak w przypadku dużych firm, na realizacji procesów tworzących wartość dodaną dla klienta. Wyższej ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej odpowiadała wyższa ocena pracowników jako źródła wzrostu wartości oraz wpływu klientów i rynków zbytu na wartość przedsiębiorstwa.

Najczęściej wskazywanym czynnikiem zagrażającym wartości przedsiębiorstwa była konkurencja, jednak konkurencji obawiają się przede wszystkim małe przedsiębiorstwa. Duże firmy uważały, że bardziej zagraża ich wartości trudna sytuacja makroekonomiczna oraz zła organizacja i przebieg procesów realizowanych w przedsiębiorstwie.

## Literatura

- Black, A., Wright, Ph., Bachman, J.E. (2000). *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*. Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (1997). *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firmy*. Warszawa: WIG-Press.
- Dudycz, T. (2001). *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*. Wrocław: Wyd. AE we Wrocławiu.

- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. Warszawa: WIG-Press.
- Skowron-Grabowska, B. (2013). Procesy innowacyjno-konkurencyjne w strategiach przedsiębiorstw. *Przegląd Organizacji*, 6, 13–18.
- Szablewski, A., Pniewski, K., Bartoszewicz B. (red.). (2008). *Value Based Management, koncepcje, narzędzia, przykłady*. Warszawa: Poltext.
- Walters, D. (1999). The Implications of Shareholder Value Planning and Management for Logistics Decision Making. *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 29, 4, 240–258.
- Ziółkowska, B. (2013). *Zarządzanie procesami tworzenia wartości w przedsiębiorstwie. Perspektywa wirtualizacji*. Częstochowa: Wyd. Politechniki Częstochowskiej.

## THE VALUE OF THE COMPANY AND ITS FACTORS IN MANAGING CONTEMPORARY ENTERPRISES

### Abstract

The article presents results of studies conducted in enterprises in Poland in 2012. The study involved 346 companies from the Silesian province, including 143 micro, 104 small, 51 medium and 48 large. Among the surveyed enterprises predominated the company declaring the service operations (more than 2/3 of the total number of participants in the study). Other companies, representing 29.1% of the study population, confirmed membership to the manufacturing sector as the main area of its activity.

*Translated by Bogusława Ziółkowska*

**Keywords:** enterprise value, determinants of value, business management

**JEL Code:** M21