

Uwarunkowania procesu kreowania wartości dla akcjonariuszy*

Tomasz Rojek**

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest analiza współczesnych uwarunkowań procesu kreowania wartości dla akcjonariuszy w kontekście założeń i zasad koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Rozważania zostały podjęte w oparciu o krytyczną analizę współczesnej literatury przedmiotu oraz doświadczenia autora zrealizowane w praktyce gospodarczej. Jako konkluzję przedstawionych dociekań można wskazać zarówno wpływ koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa na efektywność procesu kreowania wartości dla akcjonariuszy, jak również częściową rozbieżność celów i działań realizowanych w ramach obu koncepcji.

Słowa kluczowe: wartość dla akcjonariuszy, zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Współczesne procesy zmian gospodarczych i związane z nimi przeobrażenia w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej spowodowały rekonstrukcję dotychczasowych paradigmatów zarządzania przedsiębiorstwem oraz redefinicję celów i zasad tego procesu. Częste i szybkie zmiany otoczenia przyspieszają w szczególności reorientację celowości prowadzenia działalności gospodarczej. Ewolucja celów przedsiębiorstwa przebiegająca od orientacji produkcyjnej w latach powojennych XX wieku, poprzez orientację marketingową w latach 50. i 60., a następnie ukierunkowanie na osiągnięcie maksymalnego zysku, ówczesnie kieruje się ku maksymalizacji wartości, jako nadrzędnemu celowi działalności przedsiębiorstwa.

Wartość w odniesieniu do przedsiębiorstwa jest pojęciem wieloznacznym. W obszarze jego finansów odwołuje się do dochodów i związanej z nimi wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Wyznaczają ją przepływy pieniężne, jakie w przyszłości będą wygenerowane przez przedsiębiorstwo i jakie będą mogły powiększyć bogactwo jego właścicieli. Takie podejście wynika z kolei wprost z traktowania przedsiębiorstwa jako inwestycji. Dlatego też, coraz częściej podstawowym strategicznym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości, przede wszystkim z perspektywy korzyści dla właścicieli

* Publikacja sfinansowana ze środków przyznanych Wydziałowi Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, w ramach dotacji na utrzymanie potencjału badawczego.

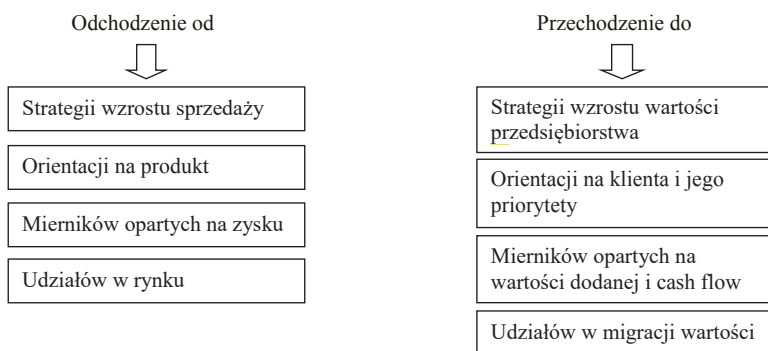
** dr Tomasz Rojek, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: rojekt@uek.krakow.pl.

– w tym akcjonariuszy. Idąc tą ścieżką istotne jest zatem poszukiwanie najważniejszych źródeł wartości, procedur i narzędzi pozwalających oszacować wartość dla akcjonariuszy, jak również zaplanowanie i przeprowadzenie kolejnych etapów procesu maksymalizacji wartości dla właścicieli.

W tym ujęciu przedsiębiorstwo staje się niejako pewnego rodzaju zbiorem cech oraz elementów materialnych i niematerialnych, którego odpowiednia organizacja sprowadza się do osiągnięcia jak największych korzyści dla jego właścicieli. Podejmują oni działania sprzyjające wzrostowi wartości przedsiębiorstwa, a co za tym idzie, do maksymalizacji swoich korzyści.

1. Istota wartości w przedsiębiorstwie

Odnosząc się do wcześniej przedstawionych uwarunkowań obecnej sytuacji gospodarczej, powtórnie należy zwrócić uwagę na istotne zmiany dzisiejszych priorytetów prowadzenia działalności gospodarczej. Ewolucja tych priorytetów została przedstawiona na rysunku 1.



Rysunek 1. Ewolucja priorytetów prowadzenia działalności gospodarczej

Źródło: Cwynar (2002), s. 75.

Zaprezentowana na rysunku 1 reorganizacja współczesnych priorytetów biznesu jest zbieżna z opisaną wcześniej reorientacją celów przedsiębiorstwa i wpisuje się jednocześnie w zakres działań zmierzających do realizacji przyjmowanej obecnie najczęściej jako cel nadrzędny – maksymalizacji wartości.

Wartość jest przedmiotem szczególnego zainteresowania wielu dziedzin nauki, jak np. filozofii, socjologii czy ekonomii (Michalczuk, 2013, s. 19). Należy podkreślić, iż ekonomia nie bada istoty wartości, ale koncentruje się na poszukiwaniu jej źródła i elementów, które ją tworzą. Za prekursora rozważań nad wartością w sensie ekonomicznym uznawany jest powszechnie Arystoteles, który rozróżnił rzeczy na te, które posiadają wartość same w sobie oraz te, które posiadają wartość tylko dla jednostki. Kontynuatorem jego poglądów

był św. Tomasz z Akwinu, który utożsamiał wartość przedmiotu ze zdefiniowaną przez siebie „ceną sprawiedliwą”. Rozważania nad wartością były podejmowane następnie przez wielu przedstawicieli różnych szkół ekonomii, a poszczególne jej definicje były niewątpliwie różne, co jeszcze bardziej podkreśla złożoność i niejednoznaczność tego pojęcia. Ostatecznie jednak przyjęto, iż wartość jest pojęciem o charakterze subiektywnym, które odzwierciedla stosunek jednostki do danego przedmiotu, związany z przeświadczeniem, że potrafi ona zaspokoić jej potrzeby. Ma ona również aspekt obiektywny, gdyż uzależniona jest od potencjalnych właściwości przedmiotu oraz aspekt abstrakcyjny (Michalczuk, 2013, s. 24–31).

Potocznie wartość określa, ile dany przedmiot jest warty pod względem materialnym. Jest to zatem cecha dająca się opisać równoważnikiem pieniężnym lub innym środkiem płatniczym. Im bardziej pożądanym i użytecznym jest dany przedmiot, tym większa jest jego wartość. W teorii ekonomii, jak podaje Machała, wartość jest postrzegana nie tylko poprzez wymiar pieniądza, lecz jako (Patena, 2011, s. 22):

- wartość użytkowa – zdolność do zaspokajania potrzeb ludzi,
- wartość wymienna – zdolność do wymiany rzeczy na inne dobro,
- wartość naturalna – wartość centralna, do której zbieżają ceny towarów,
- cena towaru – pieniężne wyrażenie wartości towaru.

Wartość przedsiębiorstwa wiąże się z korzyściami dla inwestorów wnoszących kapitał. Jest zatem silnie skorelowana z istotą inwestowania. Na wartość przedsiębiorstwa wpływają w dużej mierze przyszłe wyniki przedsiębiorstwa, a w bardzo niskim stopniu również historyczne wyniki finansowe. Dlatego też wartość przedsiębiorstwa zdominowana jest przyszłymi dochodami, jakie mogą osiągnąć inwestorzy (Maćkowiak, 2009, s. 21). Z tego punktu widzenia istotnym jest wyodrębnienie i klasyfikacja czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa jako podstawowych determinant procesu jej maksymalizacji. Zestawiono je w tabeli 1.

W kategoriach klasyfikacyjnych wyróżnia się wiele rodzajów wartości. Z punktu widzenia użyteczności najistotniejsze z nich to (Maćkowiak, 2009, s. 21–22):

1. Rzeczona wartość rynkowa – odzwierciedla cenę, za jaką konkretne dobro stałoby się w danym momencie przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży między stronami, które nie działają pod wpływem przymusu.
2. Wartość rynkowa – wyraża najbardziej prawdopodobną cenę, przy jakiej dobro stałoby się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży na dostatecznie konkurencyjnym i otwartym rynku.
3. Wartość inwestycyjna – to wartość dobra dla konkretnego inwestora, która odpowiada jego indywidualnym preferencjom, a zatem jest odmienna od wyżej omawianych wartości.
4. Wartość wewnętrzna – wynika z rzeczywistej zdolności do generowania dochodu dla właścicieli; w odróżnieniu od wartości inwestycyjnej opiera się na charakterystykach wewnętrznych, czyli wynika z wewnętrznych cech dobra.
5. Wartość sprawiedliwa – oznacza ochronę inwestorów mniejszościowych.

Tabela 1

Klasyfikacja czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa

Czynniki związane z tradycyjnymi sprawozdaniami finansowymi	Zewnętrzne czynniki niezwiązane z tradycyjnymi sprawozdaniami finansowymi	Wewnętrzne czynniki niezwiązane z tradycyjnymi sprawozdaniami finansowymi
<ul style="list-style-type: none"> – koszt kapitału, – efekt synergii, – nieewidencjonowane aktywa, – niedoszacowane aktywa, – przeszacowane zobowiązania, – rentowność, – ryzyko, – wzrost 	<ul style="list-style-type: none"> – lokalizacja, dostęp do zasobów naturalnych, kontrola zasobów, – rozwój infrastruktury, – słaba konkurencja, pozycja monopolistyczna, – właściciele 	<ul style="list-style-type: none"> – wizja, misja, strategia, – kapitał ludzki, kapitał intelektualny, kultura organizacyjna, – produkt, innowacyjność, tajemnica procesu technologicznego, badania i rozwój, jakość, – lojalni klienci, – marki, znaki towarowe, – informacje, systemy informacyjne, – aliance strategiczne, połączenia, przejścia, – efektywna reklama i public relations, – wpływ na środowisko naturalne

Źródło: Maćkowiak (2009), s. 30–31.

Niezależnie od rodzaju, wartość przedsiębiorstwa jest zawsze powiązana z ceną, jaką za to przedsiębiorstwo w danym momencie można uzyskać na rynku, czyli co najmniej w warunkach, kiedy nie ma ograniczonego dostępu do transakcji oraz potencjalnych nabywców, a ci posiadają równy dostęp do informacji o tym przedsiębiorstwie i o warunkach jego funkcjonowania (Wrzosek, 2001, s. 26). W praktyce taką wartość mają możliwość poznać przede wszystkim podmioty funkcjonujące na rynku kapitałowym (Wójcik-Jurkiewicz, 2009, s. 310).

2. Wartość dla akcjonariuszy w strukturze celów przedsiębiorstwa

Przyjęta za cel funkcjonowania podmiotu maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa nie może pozostawać w opozycji do wymagań stawianych kadrze menedżerskiej przez właścicieli, jak również bez metodologii służącej realizacji przyjętego celu nadrzędnego. Uwzględniając te postulaty, jak również biorąc pod uwagę stały wzrost znaczenia rynku kapitałowego (zwiększający wpływ akcjonariatu na działalność podmiotów gospodarczych) zrodziła się i zyskała znaczną popularność koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa (Value Based Management, VBM), zawierająca oczekiwane przez właścicieli elementy tworzenia wartości dla właścicieli. Właściciele przedsiębiorstw, czyli inwestorzy, oczekują bowiem w pierwszej kolejności szybkiego zwrotu z poniesionych na inwestycje nakładów. Na powstanie oraz popularność koncepcji VBM złożyło się kilka czynników. Do tych czynników bez wątpienia należy fakt, że inwestorzy, którzy lokują swój kapitał w przedsiębiorstwach bardziej zainteresowani są ich wynikami w przyszłości, niż wynikami osiągniętymi

w przeszłości. Z punktu widzenia inwestorów, w tym także właścicieli przedsiębiorstw, wygenerowanie i transfer gotówki jest znacząco lepszym miernikiem efektywności inwestowania, niż zysk osiągnięty w danym okresie. Uzyskaną gotówkę mogą oni przeznaczyć na kolejne inwestycje, czy na wypłatę dywidend. Value Based Management jest więc podejściem, które umożliwia zarówno wzrost wartości przedsiębiorstwa, jak i naprowadzenie go na ścieżkę budowania wartości dla akcjonariuszy. Maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy i spojrzenie na przedsiębiorstwo z ich perspektywy jest zatem obecnie kolejnym w ewolucji celem działalności przedsiębiorstw, a także podstawą oceny pracy menedżerów oraz decyzji inwestycyjnych. Jest to cel spójny z dotychczasową maksymalizacją wartości przedsiębiorstwa, lecz jednocześnie wydaje się być bardziej kompleksowy i budzący mniej wątpliwości w relacjach kadry menedżerskiej z akcjonariatem.

Koncepcja VBM obejmuje trzy obszary działań, a mianowicie:

- mierzenie wartości – czyli zastosowanie metod wyceny rynkowej oraz fundamentalnej,
- zarządzanie wartością – czyli optymalizacja struktury oraz procesów wewnętrznych przedsiębiorstwa,
- budowanie wartości – szukanie źródeł zarówno zwiększenia, jak i maksymalizacji wartości poprzez długoterminowe strategie rozwoju.

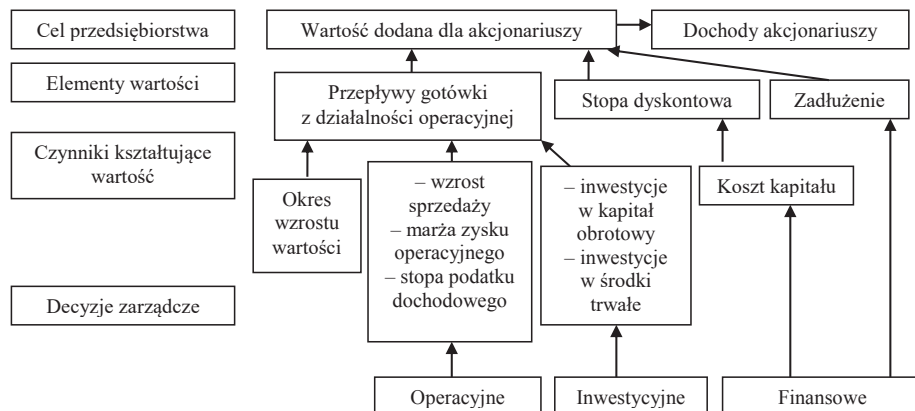
Dzięki stosowaniu Value Based Management możliwe jest wprowadzenie do przedsiębiorstwa spójności oraz jednoznaczności w zakresie m.in.: misji, strategii, kultury organizacyjnej, metod pomiaru efektywności, systemów motywacyjnych, komunikacji wewnętrznej, struktury organizacyjnej, czy sposobu zarządzania.

Wartość dla akcjonariuszy definiowana jest w literaturze jako różnica pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, a jego kapitałem obcym. Wartość przedsiębiorstwa (corporate value) w tym wypadku to suma zdyskontowanych przyszłych bądź wolnych przepływów środków pieniężnych (Black, Wright, Bachman, 2000, s. 56). Wzrost wartości dla akcjonariuszy jest możliwy wówczas, gdy nominalna suma przyrostu wartości akcji/udziałów oraz wypłaconej dywidendy jest większa od kosztu kapitału własnego przedsiębiorstwa. Określenie zależności, jakie występują pomiędzy wartością przedsiębiorstwa, a wartością dla akcjonariuszy, czyli jego właścicieli są kluczowe, jeśli chodzi o koncepcję VBM. Ponieważ wartość dla właścicieli, jak już wspomniano wcześniej, równa jest wartości przedsiębiorstwa, która jest pomniejszona o wielkość jego zobowiązań, więc podstawą wzrostu wartości dla właścicieli jest wzrost wartości przedsiębiorstwa. Stąd też czynniki, które wpływają na wartość przedsiębiorstwa, oddziałują także na wartość dla właścicieli. Zilustrowano to na rysunku 2.

W systemie zarządzania wartością przedsiębiorstwa priorytetem jest perspektywa inwestora, jeśli chodzi o ocenę realizowanych strategii. Dlatego ważne jest uwzględnienie oczekiwań akcjonariuszy, które najczęściej są następujące (Cwynar, 2002, s. 74–76):

- stała bądź rosnąca dywidenda na akcje,
- ponadprzeciętna całkowita stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału,

- system motywowania, który przedstawia zmiany w wartości przedsiębiorstwa,
- prawdziwa oraz rzetelna informacja zarówno o kondycji, jak i perspektywach biznesu.



Rysunek 2. Sieć wartości dla akcjonariuszy

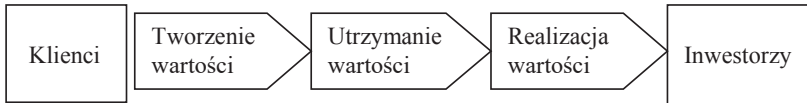
Źródło: Rappaport (1999), s. 65.

Należy zwrócić uwagę, że według twórców VBM wartość dla akcjonariuszy spełnia istotną rolę miernika rozwoju przedsiębiorstwa. Jeżeli wartość danego przedsiębiorstwa spada, to wtedy akcjonariusze podejmują decyzje o wyprzedaniu akcji, dodatkowo nie są już oni skłonni dalej w nie inwestować. W rezultacie przedsiębiorstwo, którego wartość dla akcjonariuszy spada, pozbawia się dopływu kapitału, który jest wymagany do jego dalszego rozwoju, a nierzadko również do jego dalszej egzystencji na rynku. Ukierunkowanie przedsiębiorstwa na maksymalizację zamożności akcjonariuszy narzuca zatem konieczność skoncentrowania się zarówno na strategii zorientowanej na rynek oraz produkt, jak również na kształtowaniu strategii ze świadomością, że poza przetrwaniem i zyskiem musi ona także zapewnić odpowiednią stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Wartość może być tworzona, jeśli przedsiębiorstwo posiada zdolności do bycia konkurencyjnym w długim okresie czasu. Generowanie wartości dla akcjonariuszy jest bowiem możliwe, jeżeli przedsiębiorstwo osiąga przychody poprzez zaspokajanie potrzeb klientów, natomiast koszty związane z ich zaspokajaniem oraz wykorzystaniem kapitałów są niższe od przychodów. Na rysunku 3 przedstawiono proces tworzenia wartości przez przedsiębiorstwo przy udziale klientów, następnie zaś transfer tej wartości dla akcjonariuszy (Black, Wright, Bachman, 2000, s. 56).

W zaprezentowanym procesie istotne jest, aby nie zniweczyć poprzez brak gospodarności bądź wydajności wytworzonej wartości, która mogłaby zostać przekazana akcjonariuszom. Dlatego też warto zwrócić uwagę na sprawne zarządzanie strategicznymi obszarami

działalności, gotówką, zobowiązaniami podatkowymi, czy też alokacją zasobów, bądź też często również na zarządzanie ryzykiem (Duraj, 1996, s. 33).



Rysunek 3. Wartość dla akcjonariuszy jako łącznik pomiędzy klientem a inwestorem

Źródło: Black, Wright, Bachman (2000), s. 84.

Dążenie do zwiększania wartości przedsiębiorstwa przez akcjonariuszy pozwala wzmocnić jego pozycję konkurencyjną na rynku, przyczynia się także do wzmocnienia gospodarki oraz stabilizacji miejsc pracy. Wynika to głównie z tego, że maksymalizacja bogactwa akcjonariuszy wymaga zarządzania w horyzoncie długoterminowym. Konieczne jest więc uwzględnienie funkcjonowania przedsiębiorstwa jako całości, czyli wzięcie pod uwagę jego efektywności, relacji z pracownikami, klientami, sytuacji majątkowej, jak również jego wizerunku na rynku finansowym oraz kapitałowym. Toteż warto zwrócić uwagę na fakt, że samo kreowanie wartości dla akcjonariuszy nie odbywa się kosztem innych grup społecznych (Zarzecki, 1999, s. 303–308).

Z istoty wartości przedsiębiorstwa i wartości dla akcjonariuszy wynikają trzy istotne cechy zarządzania wartością dla właścicieli (Michalski, 2001, s. 24):

- a) wartość przedsiębiorstwa, za czym idzie również wartość dla akcjonariuszy, opiera się na wielkości zdyskontowanych odpowiednią stopą wolnych przepływów pieniężnych, jakie wygeneruje ono w przyszłości na rzecz swoich interesów, a więc maksymalizacji przyszłych przepływów pieniężnych oraz minimalizacji służącej do jej zdyskontowania stopy dyskontowej, czyli kosztu kapitału;
- b) proces kształtowania wartości dla akcjonariuszy wymaga uruchomienia w przedsiębiorstwie mechanizmów i procesów, które pozwoliły by utrzymać wytworzoną wartość;
- c) zarządzanie wartością dla akcjonariuszy musi także zapewniać, że wszystkie wygenerowane i przynależne akcjonariuszom dochody zostaną im faktycznie przekazane.

Podsumowując warto również wspomnieć, iż koncepcja zarządzania wartością dla akcjonariuszy i jej elementy składowe stanowią także przedmiot okresowej krytyki. Dotyczy ona zwłaszcza czterech elementów: nadmiernego uprzywilejowania jednej z grup interesów w przedsiębiorstwie, tj. akcjonariuszy, uspołecznienia kosztów i prywatyzacji zysków, braku jednoznacznego powiązania wynagrodzeń menedżerów ze wzrostem wartości przedsiębiorstwa, koncentracji uwagi na finansowych źródłach i strategiach budowy wartości. Elementy te są częstymi argumentami przeciwników stosowania koncepcji VBM w praktyce gospodarczej.

3. Etapy procesu kształtowania wartości dla akcjonariuszy

Przyjęcie za nadrzędny cel działalności przedsiębiorstwa maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy wyznacza ramy koncepcyjne systemu wspierającego realizację tak określonego celu (Suszyński, 2007, s. 118). Proces kształtowania wartości dla właścicieli wymaga budowy modelu zarządzania spółką uwzględniającego trzy etapy (Black, Wright, Bachman, 2000, s. 84):

- tworzenie wartości,
- utrzymanie wartości,
- realizacja wartości.

Tworzenie wartości polega na podejmowaniu decyzji operacyjnych, finansowych oraz inwestycyjnych, pozwalających przedsiębiorstwu uzyskać zwrot z kapitału na poziomie wyższym, niż jego koszty. Nadwyżka ta jest pożądana przez właścicieli, lecz osiągnięcie jej jest uwarunkowane dostarczeniem odpowiednich korzyści dla klientów. Faktyczne zdolności tworzenia wartości dla klientów są źródłem wartości dodanej dla spółki, umożliwiającym uzyskanie nadwyżkowego zwrotu z zainwestowanego przez akcjonariuszy kapitału. Przedsiębiorstwo musi być w stanie jak najdłużej wypracowywać nadwyżkę, stwarzając tym samym szansę na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy. Oznacza to koncentrację na umocnieniu głównych kompetencji, opracowaniu i umiejętnym wdrożeniu strategii długoterminowego budowania wartości (Szablewski, 2004, s. 34).

Kolejnym etapem jest utrzymanie wartości, czyli dbanie o to, aby uzyskana wartość nie została utracona przez niewłaściwą alokację posiadanych zasobów, bądź też przez brak efektywności gospodarowania. Konieczne jest opracowanie systemów zapewniających, że wiedza o źródłach, determinantach i sposobach zwiększenia wartości będzie skutecznie wykorzystywana w przedsiębiorstwie w celu maksymalizacji wartości dla właścicieli. Ponadto utrzymanie wartości w długim okresie czasu wymaga wspierania wielu procesów zarządzania, a zwłaszcza systemu informacji zwrotnej, systemu motywacyjnego oraz systemu monitoringu wartości. Pozwoli to na włączenie głównego celu przedsiębiorstwa w procesie podejmowania decyzji na wszystkich szczeblach zarządzania, co ma prowadzić do powiązania interesów kadry kierowniczej i pracowników z interesami właścicieli. Aby proces ten przebiegł pomyślnie, należy stworzyć w przedsiębiorstwie efektywną płaszczyznę porozumiewania (Suszyński, 2007, s. 118–119).

Realizacja wartości przez akcjonariuszy jest ostatnim etapem w procesie kształtowania wartości. Występuje ona na skutek wzrostu rynkowej wartości akcji, będących w posiadaniu właścicieli, bądź też przez wypłaty gotówkowe na rzecz akcjonariuszy. Nie będzie to jednak możliwe, jeśli na rynek nie dotrą informacje o wypracowanej strategii budowania i utrzymywania wartości. Zadaniem przedsiębiorstwa jest dostarczanie informacji, na podstawie których bieżąca wartość rynkowa kapitałów własnych będzie jak najdokładniej odzwierciedlać przyszłe perspektywy rozwoju spółki (Michalski, 2001, s. 147).

Oczekiwania i obietnice dane inwestorom mogą zostać spełnione, jeśli powyższe etapy będą przeprowadzone efektywnie. Będzie to możliwe jedynie w skutek nowego sposobu myślenia – w kategoriach wartości, oraz stworzenia procesów wspomagających wykorzystywanie go w codziennych działaniach podmiotu i przy podejmowaniu ważnych decyzji (Black, Wright, Bachman, 2000, s. 89–112).

Uwagi końcowe

Przesłankami stanowiącymi podstawę wypracowania i wdrażania koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwem, która polega na skupieniu procesu decyzyjnego wokół głównych czynników kształtujących wartość przedsiębiorstwa, były opisane powyżej zmiany, jakie zachodzą we współczesnym świecie. Ewolucja celowości prowadzenia działalności gospodarczej doprowadziła, na kanwie tych zmian, do sytuacji obecnej, gdzie celem nadrzędnym przedsiębiorstw, które stawiają na dynamiczny rozwój oraz chcą osiągnąć trwałą przewagę konkurencyjną na rynku stała się maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy (właścicieli). Mają oni bowiem silną motywację do takiego zarządzania przedsiębiorstwem, by mogło ono generować zyski obecnie oraz zapewniło je w długim okresie. Co więcej, maksymalizując korzyści akcjonariuszy, przedsiębiorstwo najczęściej maksymalizuje także korzyści innych podmiotów, które są z nim związane (Chrzanowski, Głazewska, 2010).

Na proces wzrostu wartości, rozumianej jako pomnażanie zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału, składają się działania długofalowe, wynikające z długoterminowych decyzji strategicznych oraz działania krótkofalowe, związane z bieżącymi decyzjami operacyjnymi. Wykorzystanie dostępnych narzędzi wzrostu wartości umożliwi poprawę wyników przedsiębiorstwa, pozycji na rynku, wydajności, a także ogólnego wizerunku przedsiębiorstwa, dzięki czemu możliwy jest również wzrost wartości dla akcjonariuszy. Wartość dla akcjonariuszy jest zatem uzależniona od wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa oraz od dystrybucji wytworzonej przez przedsiębiorstwo wartości do swoich akcjonariuszy. Stąd, w modelu maksymalizacji korzyści akcjonariuszy konieczne staje się uwzględnienie efektu dla akcjonariuszy wiążącego się z transferem gotówki z przedsiębiorstwa na zewnątrz w postaci polityki dywidendowej.

Literatura

- Black, A., Wright, P., Bachman, J.E. (2000). *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Warszawa: Dom Wydawniczy ABC.
- Chrzanowski, A.R., Głazewska, I. (2010). Rola podejścia innowacyjnego w budowaniu wartości przedsiębiorstwa. *Zarządzanie zmianami – Zeszyty Naukowe*, 3.
- Cwynar, W. (2002). *Rewolucja w zarządzaniu spółką kapitalową*. W: A. Cwynar, W. Cwynar (red.), *Zarządzanie wartością spółki kapitalowej - koncepcje, systemy, narzędzia*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.
- Duraj, J. (1996). *Przedsiębiorstwo na rynku kapitalowym*. Warszawa: PWE.

- Maćkowiak, E. (2009). *Ekonomiczna wartość dodana*. Warszawa: PWE.
- Michalczuk, G. (2013). *Zasoby niematerialne jako czynnik wartości przedsiębiorstwa*. Białystok: Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku.
- Michalski, M. (2001). *Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich*. Warszawa: WIG-Press.
- Patena, W. (2011). *W poszukiwaniu wartości przedsiębiorstwa*. Warszawa: Oficyna Wolters Kluwer.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy: poradnik menedżera i inwestora*. Warszawa: Wydawnictwo WIG-Press.
- Suszyński, C. (red.) (2007). *Przedsiębiorstwo, Wartość, Zarządzanie*. Warszawa: PWE.
- Szablewski, A. (2004). *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. W: A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Warszawa: Wydawnictwo Poltext.
- Wójcik-Jurkiewicz, M. (2009). Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 53 (109), Warszawa.
- Wrzosek, S. (2001). *Decyzje strategiczne i bieżące a wartość przedsiębiorstwa*. W: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*. Łódź-Płock: Wydawnictwo Naukowe NOVUM.
- Zarzecki, D. (1999). *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

THE CONDITIONALITY OF THE PROCESS OF SHAREHOLDER VALUE CREATION

Abstract: The purpose of this article is to analyze the contemporary conditionality of the process of Shareholder Value Creation in the context of the assumptions and principles of the concept of Value Based Management. The reflections were based on a critical analysis of the contemporary literature of the subject, and the author's own research and experience in economic practice. As the conclusion of the investigations presented, both the impact of the VBM concept on the efficiency of the Shareholder Value Creation process and the partial divergences between the objectives and the actions under both concepts can be identified.

Keywords: shareholder value creation, value based management

Cytowanie

- Rojek, T. (2017). Uwarunkowania procesu kreowania wartości dla akcjonariuszy. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 323–332. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-25.