

Zarządzanie majątkiem w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*

Sylvia Kruk*

Streszczenie: *Cel* – Celem pracy jest ukazanie roli i znaczenia majątku będącego w dyspozycji podmiotu w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa.

Metodologia badania – W artykule zastosowano metodę studiów literaturowych, metodę indukcji i dedukcji.

Wynik – Rozważania umożliwiły ukazanie miejsca zarządzania majątkiem jako czynnika determinującego wzrost wartości przedsiębiorstwa, co przekłada się na maksymalizację korzyści jego właścicieli.

Oryginalność/wartość – W literaturze przedmiotu, w kontekście kreowania wartości przedsiębiorstwa, bardzo obszernie omawiane są finansowe generatory wartości, natomiast stosunkowo rzadko zwraca się uwagę na majątek przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe: wartość przedsiębiorstwa, wartość dla właścicieli, determinanty wartości, majątek przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Na poszukiwaniu korzyści indywidualnych oraz płynących z tego zbiorowych pożytków zwrócił uwagę pod koniec XVIII wieku Adam Smith w książce *Bogactwo narodów*. Zauważył on, iż właściciele przedsiębiorstw dążąc do wzbogacenia się powodują, iż bogacą się również inni ludzie. Koncentrowanie się przez nich na interesie prywatnym powoduje, że realizują oni interes publiczny lepiej, aniżeli wtedy, gdyby chcieli go osiągnąć skupiając się na świadomych działaniach mających na celu realizację interesu ogółu. W myśl Smithowskiego porządku rzeczy uruchamia to spiralę sukcesu. Przedsiębiorstwa najbardziej wydajne przynoszą swym właścicielom najwyższe stopy zwrotu, dzięki czemu przyciągają najlepszych pracowników, a przedsiębiorcy zatrudniają ich, bowiem chcą więcej produkować, co powoduje dodatkowy wzrost efektywności podmiotu. Wskazane rozumowanie przyczyniło się do sformułowania koncepcji zarządzania wartością.

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

** dr Sylvia Kruk, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Zarządzania, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, e-mail: kruks@uek.krakow.pl.

1. Wartość dla właścicieli w strukturze celów współczesnego przedsiębiorstwa

Od początku lat 90. ubiegłego wieku przyjmuje się, iż głównym celem zarządzania przedsiębiorstwem jest maksymalizacja jego wartości, co prowadzi do maksymalizacji korzyści jego właścicieli. Korzyści te przejawiają się w postaci dywidend i długookresowego wzrostu wartości akcji/udziałów pod warunkiem, że jest on wyższy od wzrostu inflacji.

Przyjmuje się, iż wartość przedsiębiorstwa odpowiada dzisiejszej wartości strumienia przewidywanych przepływów pieniężnych, jakie zostaną uzyskane przez przedsiębiorstwo w przyszłości. W ramach koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*Value Based Management* – VBM) zainteresowaniem nie jest objęta wartość księgowa, lecz wartość ekonomiczna, czyli wartość odzwierciedlająca przyszły potencjał zarobkowy.

Słuszność utożsamiania maksymalizacji wartości dla właścicieli z maksymalizacją wartości rynkowej ceny akcji można by próbować podważyć zwracając uwagę na problem efektywności rynku. Za dyskusyjną można by bowiem przyjąć wiarygodność rynkowych cen akcji. Dodatkowo zauważyć należy, że nie została wykazana pewna zależność między polityką dywidend a wartością rynkową przedsiębiorstwa (Cwynar, Dzurak, 2010, s. 42). Z drugiej jednak strony, istnieje szereg przesłanek pozwalających uznać maksymalizację wartości dla właścicieli jako nadrzędny cel działania przedsiębiorstwa o charakterze finansowym. Przykładowo – racjonalne jest podejście, że pierwszeństwo w realizacji interesów powinni mieć właściciele przedsiębiorstwa, bowiem to oni udostępniłi swój kapitał. Ponoszą oni też z tego tytułu nieproporcjonalnie większe ryzyko aniżeli pozostałe grupy interesariuszy. Interesy wierzycieli są bowiem w znacznym stopniu zabezpieczone, a roszczenia właścicieli mają charakter rezydualny, co oznacza, iż korzystają oni z wytworzonej wartości dopiero po zaspokojeniu roszczeń wszystkich pozostałych stron.

Przyjęcie innego nadrzędnego celu działania przedsiębiorstwa może powodować, że korzyści będą czerpane przez mniejszą grupę interesariuszy, może również wystąpić sytuacja, w której jedna z grup interesariuszy będzie odnosić nieuzasadnione korzyści. Przyjęcie maksymalizacji korzyści właścicieli jako celu głównego minimalizuje ryzyko występowania takich sytuacji, a jego realizacja prowadzi do maksymalizacji korzyści pozostałych grup interesariuszy. Układ ten jest bardzo spójny i kompletny. Przyjęcie maksymalizacji korzyści właścicieli jest bowiem celem jednoznacznym i stosunkowo łatwo mierzalnym. Natomiast uwzględnienie w niej teorii interesariuszy umożliwia sformułowanie strategii jej realizacji (Cwynar, Dzurak, 2010, s. 44). Zresztą zauważyć należy, iż nie ma możliwości realizacji postulatu maksymalizacji korzyści właścicieli, jeżeli zaniedbywane są interesy pozostałych stron. Ponadto tak sformułowany cel główny nie stanowi odejścia od wcześniej występujących koncepcji zarządzania. Uwzględnia on bowiem m.in. postulat przetrwania i rozwoju, jak również maksymalizacji zysku. Przedsiębiorstwo musi mieć zapewnione warunki przetrwania oraz musi się rozwijać, aby zaistniała możliwość maksymalizowania jego wartości. W tak sformułowanym celu znajduje również odzwierciedlenie teoria neoklasyczna, gdyż zysk jako źródło wypłacanej dywidendy jest powiązany z korzyściami

akcjonariuszy, a zatem dąży się do maksymalizacji zysków w długim okresie. Rozumiana w ten sposób koncepcja oparta jest na twardych, finansowych aspektach.

Jako jeden z pierwszych na determinanty wartości przedsiębiorstwa zwrócił uwagę A. Rappaport, który wyszczególnił siedem podstawowych generatorów wartości (Rappaport, 1999, s. 64–65):

- stopę wzrostu sprzedaży,
- marżę zysku operacyjnego,
- stopę podatku dochodowego,
- inwestycje w kapitał obrotowy,
- inwestycje w majątek trwały,
- koszt kapitału,
- okres wzrostu wartości.

Kreowanie wartości powinno następować równoległe we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstwa, a zatem w obszarze operacyjnym, inwestycyjnym i finansowym. Działalność o charakterze operacyjnym związana jest z podstawową działalnością podmiotu, toteż decyzje podejmowane w jej obszarze dotyczą struktury produktów, kształtowania cen, promocji, reklamy, dystrybucji oraz obsługi klienta i mają odzwierciedlenie w takich czynnikach wartości, jak wzrost sprzedaży, marża zysku operacyjnego czy stopa podatku dochodowego. Decyzje o charakterze finansowym dotyczą kształtowania wielkości i struktury kapitałów, co znajduje odzwierciedlenie w poziomie kosztu kapitału. Natomiast decyzje o charakterze inwestycyjnym związane są z lokowaniem kapitału w trwałe i obrotowe składniki aktywów. Ma to odzwierciedlenie w takich generatorach wartości przedsiębiorstwa, jak inwestycje w środki trwałe oraz inwestycje w kapitał obrotowy. W celu zwiększenia sprzedaży konieczne jest ponoszenie dodatkowych nakładów na środki trwałe. Wzrost sprzedaży powoduje natomiast wzrost majątku obrotowego, co wywołuje potrzebę ponoszenia dodatkowych inwestycji w kapitał obrotowy.

2. Istota i rola majątku przedsiębiorstwa

Pod pojęciem aktywów rozumie się zasoby majątkowe kontrolowane przez jednostkę o wiarygodnie określonej treści powstałe w wyniku zdarzeń przeszłych, które w przyszłości spowodują wpływ korzyści ekonomicznych do podmiotu (Ustawa, 1994, art. 3.1). A zatem w myśl obowiązującej ustawy nie jest konieczne, aby aktywa stanowiły własność lub współwłasność jednostki. Kontrolowanie zasobów majątkowych przez podmiot jest warunkiem koniecznym zarządzania aktywami. Kontrola ta może być wynikiem posiadania tytułu własności bądź umowy. Nie jest więc tutaj konieczne przeniesienie prawa własności, aktywa mogą być bowiem powierzone. Konieczne natomiast jest przeniesienie korzyści oraz ryzyka. Uzyskiwane korzyści ekonomiczne mogą przyjmować różnorakie formy, w tym na przykład (Polaczek, 2006, s. 236):

- zostać wykorzystane do kontynuacji produkcji wyrobów, świadczenia usług czy pośrednictwa,
- zostać zamienione na inne aktywa,
- służyć do regulowania zobowiązań.

Aktywa umożliwiają uzyskanie określonych korzyści ekonomicznych, a zatem posiadają swoją wartość. Aktywa trwale zużywają się stopniowo i stopniowo też przenoszona jest ich wartość na produkty wytwarzane dzięki ich wykorzystaniu. Aktywa o charakterze operacyjnym szybciej przenoszą swoją wartość, bowiem osiągnane dzięki nim korzyści są możliwe do uzyskania zaraz po ich zużyciu i wytworzeniu oraz sprzedaży produktów i usług. Z perspektywy kryterium użytkowania aktywa mogą zostać podzielone na (Pomykalska, Pomykalski, 2006, s. 39):

- aktywa powstałe w wyniku przeszłych zdarzeń, które spowodują w przyszłości wpływ do jednostki korzyści ekonomicznych,
- aktywa nieużytkowane przez jednostkę, lecz nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych.

W ramach podstawowych funkcji realizowanych przez majątek należy wymienić (Pomykalska, Pomykalski, 2006, s. 39):

- zarobkowanie, czyli uzyskiwanie nadwyżki przychodów nad kosztami oraz
- zabezpieczenie przed ewentualnymi presjami wierzycieli.

Poszczególne składniki majątku uszeregowane są według kryterium płynności, a więc tempa jego zamienialności na gotówkę. Uwzględniając niniejsze kryterium, należy rozróżnić majątek trwały i obrotowy.

Majątek trwały jest związany z przedsiębiorstwem dłużej niż jeden rok. Nie zużywa się w jednym cyklu produkcyjnym. Bierze udział w wielu cyklach produkcyjnych, a więc w procesie produkcji zużywany jest pośrednio, i stopniowo, za pośrednictwem amortyzacji, przenosi swoją wartość na produkowane wyroby. Z tego względu decyzje związane z zarządzaniem majątkiem trwałym mają charakter strategiczny, bowiem związane są z optymalizowaniem zdolności produkcyjnych.

Aktywa obrotowe są składnikami majątku związanymi z przedsiębiorstwem krócej niż jeden rok. Podlegają one ciągłym przemianom, których celem jest generowanie nadwyżki przychodów nad kosztami.

Udział majątku trwałego i obrotowego będzie zróżnicowany w zależności od charakteru prowadzonej działalności. Udział majątku trwałego będzie relatywnie wyższy w branżach kapitałochłonnych takich jak górnictwo, hutnictwo, energetyka, chemia ciężka, a niższy w jednostkach usługowych. Większy udział aktywów trwałych przekłada się na elastyczność przedsiębiorstwa względem zmian koniunktury gospodarczej, a więc i na ryzyko działalności operacyjnej. Zwiększa się również ryzyko zmiany cen posiadanych aktywów finansowych. Dodatkowo, z posiadaniem aktywów trwałych związana jest konieczność ponoszenia kosztów stałych. Poziom kosztów związanych z posiadaniem majątkiem trwałym nie zmienia się, mogą także wystąpić sytuacje, w których koszty te wzrosną. Mniejszy

udział trwałych składników majątku związany jest więc z mniejszą wrażliwością na zmiany otoczenia społeczno-gospodarczego i towarzyszące temu zmiany poziomu sprzedaży.

Struktura majątku obrotowego ukazuje płynność majątku, czyli tempo jego zamienialności na gotówkę. Istotny jest udział poszczególnych składników aktywów obrotowych w ich sumie. Posiadanie w strukturze zapasów głównie wyrobów gotowych, na które jest zapotrzebowanie na rynku, pozwala bowiem korzystniej ocenić sytuację przedsiębiorstwa niż gdyby w strukturze zapasów wykazywało tylko półprodukty i produkty w toku, które przecież dopiero po przetworzeniu generują gotówkę. Analogiczna analiza powinna zostać przeprowadzona w odniesieniu do należności, gdyż posiadanie należności przeterminowanych może negatywnie przełożyć się na wyniki spółki. Dodatkowo dysponowanie bardzo dużą ilością środków w kasie i na rachunkach bankowych, choć w swej istocie jest pozytywnym zjawiskiem, nie przyczynia się do wzrostu zysku, bowiem środki te nie generują gotówki.

Uwzględniając powyższe, bardzo ważnym jest badanie relacji oraz zmian zachodzących pomiędzy trwałymi a obrotowymi składnikami majątku oraz zmian zachodzących w ramach wskazanych grup składników majątkowych. Zaznaczyć należy, iż na zmiany struktury majątku wpływ mają zmiany zachodzące w gospodarce światowej, które mogą oddziaływać na skracanie cyklu produkcyjnego, poziomu robotyzacji i automatyzacji procesów wytwarzania. Udział rzeczowego majątku trwałego zwiększa się ze względu na wzrost znaczenia inwestycji w nowe technologie.

3. Majątek jako determinanta wartości przedsiębiorstwa

Zarządzanie majątkiem ma na celu uzyskanie docelowej wielkości i struktury majątku przedsiębiorstwa, przy czym majątek ten ma służyć realizacji celów podmiotu. Jeżeli za cel główny zostanie przyjęta maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, to w kontekście zarządzania majątkiem zostanie wyznaczonych wiele zadań. Zarządzanie majątkiem przedsiębiorstwa związane jest z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych, które przekładają się na wielkość przedsiębiorstwa. Podejmowanie decyzji o charakterze inwestycyjnym wymaga uwzględnienia (Polaczek, 2006, s. 237):

- wielkości i tempa wzrostu przedsiębiorstwa,
- decyzji finansowych,
- umiejętności wykorzystania majątku.

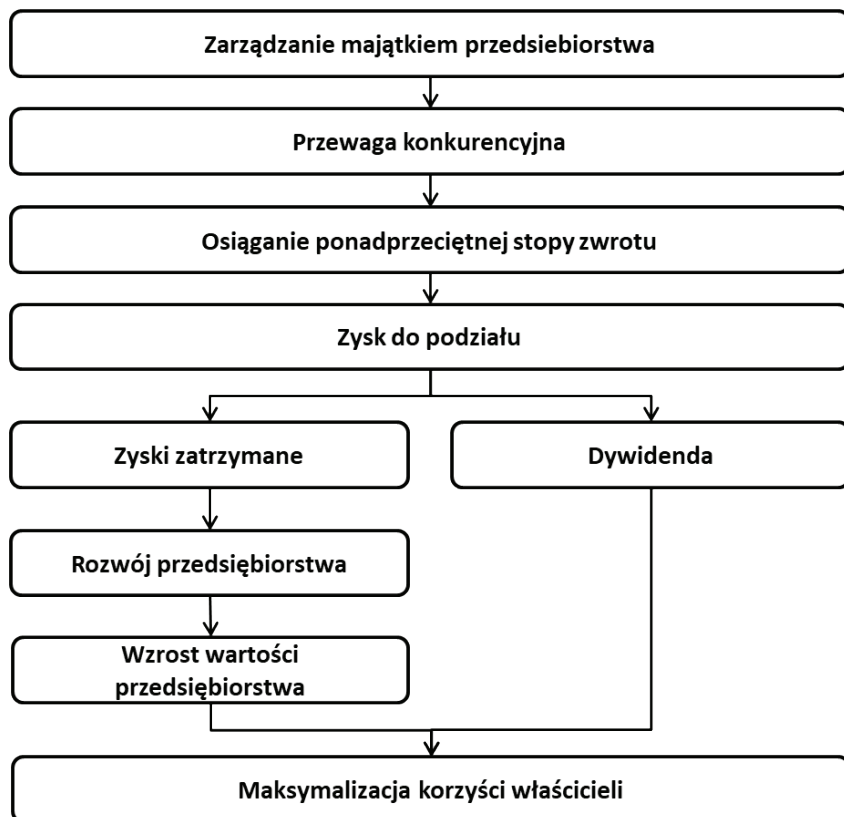
Majątek przedsiębiorstwa stanowi pierwotne źródło jego wartości. Znaczenie ma jego wielkość i struktura, a te są uzależnione od:

- specyfiki danej klasy działalności gospodarczej,
- charakteru branży, w której działa przedsiębiorstwo,
- fazy rozwoju przedsiębiorstwa,
- wielkości przedsiębiorstwa,
- długości cyklu produkcyjnego,
- innych czynników zależnych od rodzaju rozpatrywanego składnika majątkowego.

Jakość posiadanego majątku oddziałuje na efektywność przedsiębiorstwa, przekłada się więc na jego zdolność do (Polaczek, 2006, s. 238):

- określenia zdolności produkcyjnych, a tym samym ukształtowania sprzedaży, świadcząc o jego nowoczesności i elastyczności,
- zapewnienia trwałego i wszechstronnego rozwoju,
- osiągania i utrzymywania przewagi konkurencyjnej, generując nadwyżki pieniężne niezbędne do rozwoju.

A zatem zarządzanie majątkiem przekłada się na efektywność jego funkcjonowania, stąd istotna staje się troska o odpowiednią wielkość, jakość i strukturę majątku, co znajduje swe odzwierciedlenie w uzyskanej przewadze konkurencyjnej, a to z kolei przekłada się na generowanie nadwyżek środków pieniężnych. Wypracowany zysk może zostać wypłacony właścicielom bądź zatrzymany w przedsiębiorstwie, a następnie zainwestowany, co przyczyni się do rozwoju podmiotu i przełoży się na wzrost wartości przedsiębiorstwa (rys. 1).



Rysunek 1. Zarządzanie majątkiem a proces tworzenia wartości przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Posiadane przez przedsiębiorstwo zasoby majątkowe oraz sposób ich wykorzystania oddziałują na możliwości konkurowania przedsiębiorstwa na rynku oraz budowanie przewagi konkurencyjnej. Zasoby będące w dyspozycji podmiotu wpływają na to, czy przedsiębiorstwo dysponuje przewagą kosztową oraz czy jego oferta jest lepsza od oferty konkurentów.

Podsumowując należy zauważyć, iż zarządzanie majątkiem jest istotnym czynnikiem oddziałującym na efektywność gospodarowania. Zarówno przetrwanie przedsiębiorstwa i jego rozwój, jak i efektywność, uwarunkowane są umiejętnym wykorzystaniem zasobów, co przekłada się na tworzenie przewagi konkurencyjnej, a w konsekwencji ma odzwierciedlenie w maksymalizacji korzyści właścicieli. Nie idzie bowiem jedynie o fakt posiadania majątku, co ma odzwierciedlenie w bilansie, ale o efekty, jakie mogą być uzyskane w drodze ich wykorzystania. Uzyskanie oczekiwanej efektywności jest możliwe w drodze podejmowania optymalnych decyzji przez zarządzających, co przekłada się na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Realizacja celów przedsiębiorstwa jest możliwa jedynie wtedy, gdy dysponuje ono niezbędnymi zasobami majątkowymi, przy czym zasoby te powinny być dopasowane rodzajem, wartością i strukturą do realizacji zamierzonych celów, których realizacja przyczynia się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a tym samym korzyści jego właścicieli.

Uwagi końcowe

Posiadanie przez przedsiębiorstwo aktywów ma służyć zarobkowaniu, a zatem wypracowaniu zysku oraz zabezpieczeniu roszczeń wierzycieli (Bednarski i in., 2001, s. 89). Po szczególne składniki majątku w różnym stopniu przyczyniają się do wygospodarowywania zysku. W sposób bezpośredni to majątek obrotowy dzięki stałym przemianom przynosi nadwyżkę środków, co przekłada się na generowanie zysków. Majątek trwały natomiast przyczynia się do generowania zysków w sposób pośredni. A zatem istotna jest proporcja udziału trwałych i obrotowych składników majątku. Posiadanie jak największego udziału środków obrotowych przynoszących zyski, a jak najmniejszego aktywów trwałych, będzie przekładało się na wypracowywanie zysków, a w konsekwencji na maksymalizację korzyści właścicieli. W związku z niniejszym, przedsiębiorstwa powinny utrzymywać jedynie taką ilość składników aktywów trwałych, która jest niezbędna do prowadzenia działalności gospodarczej.

Literatura

- Bednarski, L., Borowiecki, R., Duraj, J., Kurtys, E., Waśniewski, T., Wersty, B. (red.) (2001). *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*. Wrocław: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.
- Cwynar, A., Dzurak, P. (red.) (2010). *Systemy VBM i zysk ekonomiczny. Projektowanie, wdrażanie, stosowanie*. Warszawa: Poltext.

- Polaczek, R. (2006). Kreowanie wartości przedsiębiorstwa poprzez zarządzanie majątkiem. W: R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Procesy restrukturyzacji a konkurencyjność w warunkach globalizacji* (s. 235–240). Kraków: Akademia Ekonomiczna w Krakowie.
- Pomykalska, B., Pomykalski, P. (2006). *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Rappaport, A. (1999). *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*. Warszawa: WIG-Press.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. Dz.U. nr 121, poz. 591. z późn. zm.

ASSET MANAGEMENT IN THE PROCESS OF CREATING THE VALUE OF ENTERPRISE

Abstract: *Purpose* – The main goal of this paper is to show the role of the assets in the process of creating the value of enterprise.

Design/methodology/approach – Methods of literature analysis, induction and deduction have been applied in this paper.

Findings – The result of this study is to draw an attention to the aspect of asset management in the process of maximizing the shareholders wealth.

Originality/value – Attention has been paid to the issues that are often overlooked when the shareholders wealth is concerned. This paper is focused of an influence of assets on the value of enterprise.

Keywords: company value, shareholders value, determinants of value, company assets

Cytowanie

- Kruk, S. (2018). Zarządzanie majątkiem w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 345–352. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-28.