

SŁAWOMIR JUSZCZYK

MICHAŁ TYMIŃSKI

MOŻLIWOŚCI ZWIĘKSZANIA WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Słowa kluczowe: maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, determinanty wartości przedsiębiorstwa, modelowanie

Keywords: maximization of company's value, determinants of company's value, modeling

Klasyfikacja JEL: G31, G32

Wprowadzenie

Zwiększanie wartości przedsiębiorstwa przy rozsądnej i akceptowalnej zmianie poziomu ryzyka może być w gospodarce rynkowej uważane za najważniejszy cel działalności gospodarczej danego przedsiębiorstwa. Odzwierciedla ono syntetycznie sytuację rynkową, kompetencje przedsiębiorstwa i oczekiwania rynku, także kapitałowego. Ponadto, jest przedmiotem badań podmiotów działających w szeroko rozumianym otoczeniu firmy. Przez pryzmat wartości ocenia ono pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa. Wyższa wartość przedsiębiorstwa z kolei sprzyja umocnieniu jego pozycji na rynku, stwarza warunki do szybszego rozwoju m.in. poprzez łatwiejszy dostęp do kapitału obcego, co w następstwie sprzyja ciągowi korzystnych dalszych przemian.

Uznanie zwiększania wartości za cel działania przedsiębiorstwa wymaga podejmowania działań długookresowych. Aby powiększać jego wartość, warto najpierw dokonać pomiaru aktualnej wartości, poznać determinanty tworzenia tej wartości i zależności między nimi. Wiedza na temat dotychczasowej wartości umożliwia komunikację i współdziałanie stron zainteresowanych wzrostem wartości.

Celem artykułu jest zaprezentowanie spojrzenia na przedsiębiorstwo przez pryzmat jego wartości. Szczególną uwagę zwrócono na zależności przyczynowo-skutkowe, wskazujące na wpływ działań i determinant oraz zależności między nimi w kształtowaniu wartości przedsiębiorstwa. Jako materiał źródłowy wykorzystano literaturę przedmiotu, zarówno polską, jak i międzynarodową, a także badania własne autorów przeprowadzone w oparciu o dane empiryczne przedsiębiorstwa odzieżowego. W procesie badawczym determinant

i szacowania wartości przedsiębiorstwa wykorzystano metody statystyki matematycznej, w tym rachunek korelacji i regresji wielorakiej oraz metody modelowania matematycznego.

Przedmiotem rozważań było przedsiębiorstwo prowadzące działalność produkcyjną na terenie województwa łódzkiego. Wybór tego regionu wynikał z tradycji przemysłu włókienniczo-odzieżowego na tym obszarze. Dane empiryczne dotyczyły lat 2005–2010 i pochodziły ze sprawozdań finansowych opublikowanych w Monitorze Polskim B oraz badań i obserwacji własnych.

Wartość przedsiębiorstwa a determinanty wzrostu

Pojęcie *wartość przedsiębiorstwa* jest trudne do zdefiniowania, przede wszystkim ze względu na swoją niejednoznaczność. W zależności od zainteresowanego, termin ten może przybierać odmienne interpretacje i znaczenia. Właściciele przedsiębiorstwa postrzegają jego wartość jako wartość księgową i równocześnie jako zdolność do generowania dochodów w przyszłości. Nita¹ wskazuje na następujące kategorie wartości przedsiębiorstwa:

1. Wartość ekonomiczna (*economic value*), wyrażająca się przez zdolność przedsiębiorstwa do generowania w przyszłości strumieni przepływów pieniężnych.
2. Wartość księgową (*book value*) wynikająca z zapisów w księgach rachunkowych.
3. Wartość rynkowa (*market value*) oznaczająca wartość ustaloną przez rynek niezwiązaną z pojedynczą transakcją kupna-sprzedaży.
4. Rzeczywista wartość rynkowa (*fair market value*) jest ceną, za którą dane przedsiębiorstwo może być przedmiotem umowy przeniesienia własności.
5. Wartość inwestycyjna (*investment value*) wyrażająca wartość przedsiębiorstwa według danego inwestora, uwzględnia jego subiektywne preferencje, cele, wymagania.
6. Wartość wewnętrzna, fundamentalna (*intrinsic, fundamental value*) wynikająca z wewnętrznych, rzeczywistych możliwości przedsiębiorstwa do generowania strumieni przepływów pieniężnych.
7. Wartość godziwa (*fair value*) ma charakter formalnoprawny i według Ustawy o rachunkowości oznacza kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej zawartej między zainteresowanymi stronami².
8. Wartość odtworzeniowa (*reproduction value*) wyrażająca kwotę niezbędną do poniesienia kosztów w celu zastąpienia składników aktywów nowymi.
9. Wartość likwidacyjna (*liquidation value*) będąca wyrazem ceny, jaką można uzyskać ze sprzedaży majątku przedsiębiorstwa w momencie jego likwidacji.

Pojęcie *wartość przedsiębiorstwa* niekiedy jest utożsamiane z terminem *goodwill*. W terminologii angielskiej oznacza to wartość w postaci inwentarza, reputacji i ukształ-

¹ B. Nita: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, 2007, s. 21–23.

² *Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, red. C. Suszyński, PWE, 2007, s. 92.

towanych stosunków rynkowych³. Z punktu widzenia właścicieli natomiast w pojęciu tym mieści się całkowita rynkowa wartość przedsiębiorstwa (*EV*) jako suma wartości rynkowej kapitału obcego (*Ko*) i kapitału własnego (*Kw*).

Warto podkreślić, że ujęcie księgowo rzadko w prawidłowy sposób wyznacza wartość przedsiębiorstwa i powinno stanowić jedynie punkt wyjścia do określenia ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa⁴. Badania skoncentrowano na wartości przedsiębiorstwa w płaszczyźnie finansowej, wyrażającej wzrost stanu posiadania jego właścicieli. W tym rozumieniu wartość przedsiębiorstwa może być powiązana z wielkością nowo generowanych strumieni kapitałowych. Właściwym miernikiem odzwierciedlającym zdolność przedsiębiorstwa do kreowania nowej wartości może być suma zdyskontowanych nadwyżek finansowych *CF* (*cash flow*).

Z literatury przedmiotu wynika, że zdyskontowane przepływy pieniężne są istotnie skorelowane z rynkową kategorią wartości przedsiębiorstwa⁵. Ponadto, z punktu widzenia menedżera, miernik ten może być użyteczny, gdyż jest obliczany na podstawie danych ze sprawozdań rocznych. Za wykorzystaniem właśnie tego miernika przemawia również to, że w sterowaniu wartością przedsiębiorstwa, obok miar strategicznych powinny być także stosowane miary krótkookresowe. Powinny one stanowić podstawę controllingu poszczególnych etapów przyjętej strategii wzrostu wartości przedsiębiorstwa⁶.

Skuteczność funkcjonowania przedsiębiorstwa w wymiarze finansowym jest powiązana z podporządkowaniem produkcji potrzebom klientów. Jednym z tych obszarów, odnoszącym się także do procesu wytwarzania, jest utrzymywanie zapasów na racjonalnym poziomie. Z obszarem zapasów wiąże się z jednej strony poziom zaspokojenia potrzeb klienta, z drugiej, efektywność ekonomiczno-finansowa.

W warunkach zmienności rynku, szczególnie w branży odzieżowej, istnieje ryzyko zakłóceń w dostawach materiałowych. Problemy w tym zakresie sprowadzają się do obniżenia płynności, zamrożenia kapitału, obciążenia finansowego i wpływu tego obciążenia na koszty, a przez to na wartość przedsiębiorstwa. Przebieg zależności i relacji przyczynowo-skutkowych od operacyjnych działań wspierających proces wytwórczy do celu strategicznego, jakim może być maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, przedstawiono na rysunku 1.

Jednym z kryteriów oceny efektywności procesów zarządczych jest uzyskiwanie wartości dodanej⁷. Koncepcja wartości dodanej *EVA* (*Economic Value Added*) jako różnicy między zyskiem po opodatkowaniu a faktycznymi kosztami zaangażowanego kapitału, jest w istocie oceną efektywności ekonomicznej na każdym etapie rozwoju przedsiębiorstwa.

³ B. Nita: *op.cit.*, s. 23.

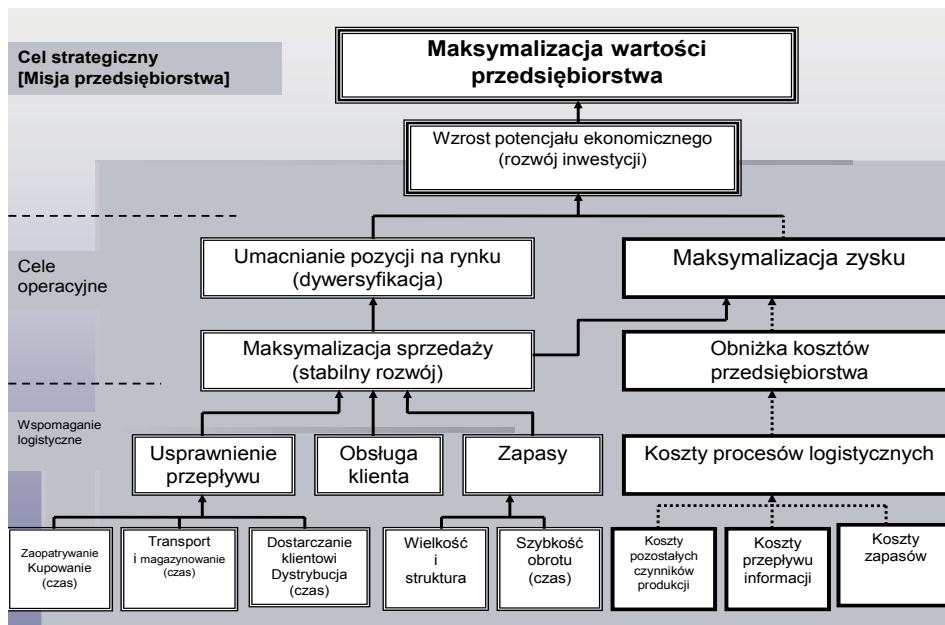
⁴ T. Janusz, M. Przeździecka: *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Łódź 1992, s. 17.

⁵ T. Copeland, T. Kohler, J. Murrin: *Unternehmenswert Campus Verlag Frankfurt / New York 1999*, s. 11–15.

⁶ M. Dobija: *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN 1997, s. 78–82.

⁷ D. Kisperska-Moroń, S. Krzyżaniak: *Logistyka*, Poznań 2009, s. 353.

Ocena nakładów i efektów funkcjonowania całego systemu zarządczego w przedsiębiorstwie daje możliwość optymalizacji, a w konsekwencji może prowadzić do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Może stanowić podstawę strategii konkurencyjności na rynku.



Rysunek 1. Hierarchia celów przedsiębiorstwa w długim horyzoncie czasowym

Źródło: P. Blaik: *Logistyka*; *Logistyka*, red. D. Kisperska-Moroń i S. Krzyżaniak, A. Rappaport: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*.

Wartość przedsiębiorstwa w warunkach gospodarki rynkowej jest najbardziej syntetycznym miernikiem efektywności działalności gospodarczej⁸. Chodzi nie tylko o poznanie jego wartości, ale przede wszystkim o prestiż przedsiębiorstwa, a w przypadku spółek akcyjnych, o cenę akcji. Informacja o wartości przedsiębiorstwa jest również istotna w procesach decyzyjnych, zwłaszcza gdy strategia rozwoju zakłada maksymalizację wartości przedsiębiorstwa. Zagadnieniem o realnym znaczeniu praktycznym jest identyfikacja czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa, w tym głównie czynników dochodowych⁹. Nowoczesne podejście do kreowania wartości przedsiębiorstwa zakłada świadome podejmowanie działań zorientowanych na jej zwiększanie i stabilizowanie w czasie. Z punktu widzenia właścicieli oznacza to realne pomnażanie ich kapitałów. Warto podkreślić, że

⁸ *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. W. Skoczyła, Warszawa 2007, s. 93.

⁹ M. Tymiński: *Determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstw odzieżowych*, praca doktorska, Warszawa 2012.

w dynamicznych warunkach gospodarki rynkowej, w realizacji strategii maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa należy uwzględniać ryzyko związane z zagrożeniem skuteczności podejmowanych działań. To zagadnienie było inspiracją do pojęcia próby ustalenia kluczowych determinant wartości przedsiębiorstwa, a następnie oszacowania tej wartości.

Determinanty i modelowanie wartości przedsiębiorstwa

Przedmiotem badań było przedsiębiorstwo produkcyjne z branży odzieżowej w województwie łódzkim. Podjęto próbę określenia jego wartości po uprzednim rozpoznaniu czynników kształtujących tę wartość. Zastosowano model maksymalizacji zysku jako kryterium kształtujące wartość tego przedsiębiorstwa. Ponadto, dokonano pomiaru wartości zagrożonej w odniesieniu do wartości ekonomicznej. W tym celu wykorzystano miarę ryzyka *Value at Risk (VaR)*, co jest utożsamiane z polskim zwrotem *wartość zagrożona*, *wartość narażona na ryzyko* lub też *wartość ryzykowna*. *Wartość zagrożona jest to potencjalna strata wartości taka, że prawdopodobieństwo jej osiągnięcia lub przekroczenia w zadanym okresie jest równe zadanemu poziomowi tolerancji*¹⁰. *VaR* zatem przedstawia, z określonym prawdopodobieństwem, potencjalny maksymalny poziom straty w określonym przedziale czasu. Liczbowe dane empiryczne przetworzono przy wykorzystaniu arkusza kalkulacyjnego Microsoft Excel.

Jak wykazały badania, kluczowymi determinantami wartości badanego przedsiębiorstwa były w okresie badawczym zapasy, struktura kapitałowa rozumiana jako relacja kapitału obcego do kapitału własnego oraz dźwignia finansowa. Jako kryterium optymalizacji przyjęto maksymalizację zysku netto wyrażoną formułą:

$$Z_{\max} = \max \left[S \left(\frac{K_o}{K_w}, Z \right) - K \left(\frac{K_o}{K_w}, Z \right) \right] \quad (1)$$

gdzie:

c – udział zysku netto w zysku ze sprzedaży,

$S(K_o/K_w, Z)$ – funkcja sprzedaży objaśniana relacją K_o/K_w oraz wartością zapasów,

$K(K_o/K_w, Z)$ – funkcja kosztów objaśniana relacją K_o/K_w oraz wartością zapasów.

W obliczeniach wykorzystano model wartości firmy¹¹:

$$[EV] = M_n \times r + CF \frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \quad (2)$$

w którym $r = WACC_{opt} = \frac{K_w}{K_{og}} k_w + \frac{K_o}{K_{og}} k_o (1 - T)$,

¹⁰ K. Jajuga: *Zarządzanie ryzykiem*, Warszawa 2009, s. 99.

¹¹ R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998, s. 52.

gdzie:

- $WACC_{opt}$ – zoptymalizowany średnioważony koszt kapitału,
- K_{og} – kapitał ogółem (całkowity),
- K_w – kapitał własny,
- K_o – kapitał obcy,
- k_o – koszt jednostkowy kapitału obcego,
- k_w – koszt jednostkowy kapitału własnego,
- M_n – majątek netto (aktywa netto),
- CF – cash flow,
- T – stopa podatkowa.

W modelu (2) występuje zarówno majątek przedsiębiorstwa, jak i jego zdolność do generowania dochodów pieniężnych w przyszłości. Wzajemne powiązanie tych dwóch elementów w jedno kryterium odzwierciedla zakres wartości przedsiębiorstwa jako całości. Obok wartości majątku uwzględniony jest również stopień zorganizowania przedsiębiorstwa i związany z nim stopień dochodowości.

Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa oszacowana w oparciu o model optymalizacyjny [EV] jest w związku z tym wartością optymalną. Struktura determinant wartości oraz czynników dodatkowych jest ukształtowana w sposób optymalny w przyjętych uwarunkowaniach. Oznacza to, że zastosowanie procedur optymalizacyjnych w szacowaniu wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa skutkuje pozytywnymi zmianami w wykorzystaniu posiadanych zasobów kapitałowych. Dodatkowo, może prowadzić do obniżenia wartości zagrożonej.

Ważnym i nieodłącznym aspektem działalności gospodarczej jest występowanie ryzyka. W przedsiębiorstwie powinna być prowadzona ocena poziomu ryzyka, która w istocie stanowi podstawę decyzji dotyczących sposobu wykorzystania posiadanego kapitału. W toku badań stwierdzono, że wartość przedsiębiorstwa obciążona jest dużym ryzykiem. Ryzyko to można zmniejszyć m.in. przez dywersyfikację działalności gospodarczej, na przykład na skutek wprowadzania nowego asortymentu. Do oszacowania ryzyka zastosowano miarę VaR w postaci:

$$VaR = c \times \sigma \times \sqrt{t_{mies}} \times EV \quad (3)$$

Wyniki badań pozwalają na stwierdzenie, że zastosowanie miary VaR do oceny ryzyka może prowadzić do poprawy alokacji kapitału w przedsiębiorstwie.

Przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych istotna jest znajomość podziału ryzyka na systematyczne i niesystematyczne. Ryzyko systematyczne jest to ryzyko, które nie ma bezpośredniego wpływu na przedsiębiorstwo. Z kolei ryzyko specyficzne (niesystematyczne) dotyczy samego przedsiębiorstwa i może być minimalizowane przez odpowiednie decyzje menedżerów. Wynika ono z przedsięwzięć realizowanych przez przedsiębiorstwo,

a także ze specyficznych warunków jego funkcjonowania¹². Do czynników kształtujących skalę i zakres ryzyka w przedsiębiorstwie można zaliczyć:

- rodzaj i charakter działalności gospodarczej oraz specyfikę branży, w której funkcjonuje przedsiębiorstwo. Istotnym czynnikiem ryzyka niesystematycznego może być błędna ocena przyszłych uwarunkowań rynkowych, na przykład zawyżona prognoza popytu na produkowane wyroby, nietrafiona ocena zmian kosztów wytwarzania czy też nietrafna ocena marketingowa rynku,
- wielkość i strukturę majątku oraz źródła jego finansowania. Ryzyko w tym zakresie może dotyczyć błędnej oceny rentowności inwestycji, która może okazać się niemożliwa do zrealizowania; może też wystąpić ryzyko decyzji finansowych, na przykład zbyt drogiego kredytowania,
- formę organizacyjno-prawną przedsiębiorstwa. Jest to czynnik istotny m.in. z punktu widzenia możliwości uczestnictwa przedsiębiorstwa w publicznym obrocie kapitałowym,
- jakość kadry zarządzającej oraz ryzyko właścicieli. Przejawiać się może w błędnym przewidywaniu przez menedżera kształtowania się w przyszłości warunków konkurencyjnych na rynku. Ryzyko właścicieli może wynikać z niewystarczającego zainteresowania kierunkami rozwoju przedsiębiorstwa czy też z podejmowania błędnych decyzji strategicznych.

W konsekwencji skala i zakres ryzyka niesystematycznego może być zróżnicowana w poszczególnych przedsiębiorstwach. Jednak w każdym przypadku ryzyko niesystematyczne wpływa na ryzyko osiągnięcia zakładanej wartości przedsiębiorstwa¹³.

Tabela 1

Wybrane wielkości empiryczne badanego przedsiębiorstwa odzieżowego

Lata	Sprzedaż (tys. zł)	Koszty (tys. zł)	Zysk ze sprzedaży (tys. zł)	EBIT (tys. zł)	Zysk netto (tys. zł)	Zapasy (tys. zł)	Ko / Kw (%)
I	30 483,56	28 132,38	2351,18	455,824	934,718	18 120,06	37,833
II	33 175,90	32 162,54	1013,36	906,951	736,802	19 763,27	34,383
III	34 301,17	33 718,76	582,41	532,165	345,706	18 695,12	29,473
IV	36 633,50	34 950,90	1682,60	1096,989	676,716	18 770,32	27,262
V	32 410,97	31 097,68	1313,29	675,690	656,258	18 536,78	29,582
VI	38 713,17	36 600,48	2112,69	1662,566	1094,625	20 496,21	27,134

Źródło: badania własne.

¹² T. Dudycz: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa* PWE, Warszawa 2005, s. 110–120; M. Sierpińska, T. Jachna: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 232–234.

¹³ J.W. Petty, A.J. Keown, D.F. Scott, J.D. Martin: *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993, s. 269.

W tabeli 1 przedstawiono wartości podstawowych kategorii ekonomicznych badanego przedsiębiorstwa odzieżowego.

Maksymalizacja zysku netto powinna być uwarunkowana optymalnym wykorzystaniem kapitału obcego. W wyniku badań ustalono, że maksymalny poziom dźwigni finansowej $DF = 0,0504$ wystąpił w pierwszym roku. Jako warunek poboczny przyjęto więc:

$$DF = \Delta ROE = 0,390899 + 0,0000309 x_1 + 0,0041622 x_2 \geq 0,0504.$$

Stąd, model optymalizacyjny zysku dla badanego przedsiębiorstwa ma postać:

$$\begin{aligned} Z &= (114104,8 - 10,7257x_1 - 1086,96x_2 + 0,000428x_1^2 + 3,758x_2^2) + \\ &\quad - (36868,64 - 0,8571x_1 + 229,8364x_2 + 0,0000992x_1^2 - 12,9709x_2^2) = \\ &= 77236,16 - 9,8986x_1 - 1316,79x_2 + 0,0003288x_1^2 + 16,7295x_2^2. \end{aligned}$$

Rozwiązaniem modelu Z są optymalne wartości (oznaczone gwiazdką) czynników maksymalizujących wartość przedsiębiorstwa:

$$\begin{aligned} x_1^* \text{ (zapasy)} &= 14\,998 \text{ tys. zł,} \\ x_2^* \text{ (struktura kapitałowa)} &= 39,357\%, \\ y_1^* \text{ (sprzedaż)} &= 49\,087,6 \text{ tys. zł,} \\ y_2^* \text{ (koszty)} &= 46\,416,1 \text{ tys. zł,} \\ Z^* \text{ (zysk ze sprzedaży)} &= 2671,5 \text{ tys. zł,} \\ DF^* \text{ (dźwignia finansowa)} &= 0,07419. \end{aligned}$$

Dla określenia wartości ekonomicznej przedsiębiorstwa wykorzystano model $[EV]$ (wg wzoru 2):

$$\begin{aligned} EV &= 10762,18 \times 0,1136 + 1950,12 \times [1 - [1 / (1 + 0,1136)]^2] / 0,1136 = \\ &= 1223,44 + 1950,12 \times 1,7043 = \\ &= 1223,44 + 3323,59 = 4547,03 \text{ (tys. zł),} \end{aligned}$$

w którym przy $T = 19\%$: $r = WACC_{opt} = 0,1136 = 11,36\%$.

Optymalna wartość przedsiębiorstwa badanego wynosi zatem 4 547 030 zł.

Na mocy formuły (3):

$$VaR = 1,65 \times 0,0547 \times \sqrt{12} \times 4547,03 = 0,3127 \times 4547,03 = 1421,86 \text{ tys. zł}$$

Udział wartości zagrożonej w obliczonej wartości przedsiębiorstwa wynosi:

$$1421,86 : 4547,03 = 0,3127 = 31,27\%$$

Oznacza to, że ryzyko nieosiągnięcia oszacowanej wartości EV wynosi według $VaR = 31,27\%$. Wskaźniki, parametry i wielkości otrzymane w wyniku rozwiązania modelowego dla badanego przedsiębiorstwa zawarto w tabeli 2.

Jak wynika z tabeli 2, determinanty wartości przedsiębiorstwa ukształtowane w wyniku optymalizacji różnią się od wartości empirycznych. Przyjmują one wartości optymalne, co oznacza, że badane przedsiębiorstwo powinno zmienić strukturę kapitału w kie-

runku zwiększenia kapitału obcego. Mogłoby się to przełożyć na wyższy poziom dźwigni finansowej.

Tabela 2

Determinanty wartości ekonomicznej badanego przedsiębiorstwa – wyniki optymalizacji

Czynniki determinujące wartość przedsiębiorstwa	Wartości z ostatniego roku badawczego	Wartości optymalne	Wartość przedsiębiorstwa i wartość zagrożona <i>VaR</i>
Sprzedaż	38 713,17 tys. zł	49 087,6 tys. zł	Wartość ekonomiczna przedsiębiorstwa określona modelem optymalizacyjnym 4547,03 tys. zł <i>VaR</i> = 1421,86 tys. zł (31,27%)
Koszty	36 600,48 tys. zł	46 416,1 tys. zł	
Zysk ze sprzedaży	2112,69 tys. zł	2671,5 tys. zł	
Zapasy	20 496,21 tys. zł	14 998 tys. zł	
Relacja <i>Ko/Kw</i>	27,13%	39,36%	
Dźwignia finansowa	5,04%*	7,42%	
ROE	6,79%	12,72%	
ROS	2,83%	2,79%	
<i>r = WACC</i>	8,31%	11,36%	
Stała <i>c</i>	1,65	1,65	

* maksymalna wartość z okresu badawczego.

Źródło: badania własne.

Zapasy jako determinanta o charakterze ekonomiczno-organizacyjnym w okresie badawczym kształtowały się na poziomie nieracjonalnym, co oznacza, że decyzje zarządcze powinny prowadzić do ich zmniejszenia. Czynnikiem stała *c* został określony arbitralnie (1,65), zgodnie z zasadą, że dla poziomu ufności $1 - 0,95 = 0,05$ przyjmuje wartość 1,65.

Podsumowanie

Wartość przedsiębiorstwa jest najbardziej syntetycznym miernikiem efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa¹⁴. Jej poziom określa wiele zróżnicowanych czynników. Wśród nich znajdują się czynniki o charakterze ekonomiczno-organizacyjnym, np. dotyczące poziomu zapasów. Z badań wynika, że wzrost wartości przedsiębiorstwa odzieżowego związany był w okresie badawczym z wykorzystaniem kapitału obcego i kształtowaniem poziomu zapasów.

Badane przedsiębiorstwo odzieżowe powinno dążyć do bardziej efektywnego wykorzystania kapitału obcego, a także do kształtowania zapasów na racjonalnym poziomie, który jak wykazały badania, powinien być niższy od poziomu z okresu badawczego. Oznacza to możliwość osiągnięcia większej produktywności aktywów, a także wartości przedsiębiorstwa.

¹⁴ *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw...*, s. 116.

Stąd też decyzje ekonomiczno-organizacyjne w sferze gospodarki zapasami można uznać za istotne zarówno z operacyjnego, jak i strategicznego punktu widzenia badanego przedsiębiorstwa odzieżowego.

Literatura

- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J.: *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
- Blaik P.: *Logistyka*, PWE, Warszawa 2001.
- Copeland T., Kohler T., Murrin J.: *Unternehmenswert Campus Verlag*, Frankfurt / New York 1999.
- Dobja M.: *Rachunkowość zarządcza i controlling*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Dudycz T.: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.
- Jajuga K.: *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2009.
- Janusz T., Przeździecka M.: *Szacowanie wartości firmy w warunkach polskich*, Wyd. Res Polona, Łódź 1992.
- Kisperska-Moroń D., Krzyżaniak S.: *Logistyka*, Instytut Logistyki i Magazynowania, Poznań 2009.
- Nita B.: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, 2007.
- Petty J.W., Keown A.J., Scott D.F., Martin J.D.: *Basic Financial Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs 1993.
- Rappaport A.: *Wartość dla akcjonariuszy – poradnik menedżera i inwestora*, Wig-Press Warszawa 1999.
- Sarjusz-Wolski Z.: *Sterowanie zapasami w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2000.
- Sierpińska M., Jachna T.: *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, red. W. Skoczylas, PWE, Warszawa 2007.
- Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie*, red. C. Suszyński, PWE, Warszawa 2007.
- Tymiński M.: *Determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstw odzieżowych*, praca doktorska, 2012.
- Tymiński M.: *Zmodyfikowany model stabilnego rozwoju maksymalizujący zysk i optymalizujący strukturę kapitałową*, Zeszyty Naukowe WSGK nr IX Kutno, 2007.

*dr hab. Sławomir Juszczyk prof. SGGW
dr Michał Tymiński, adiunkt, Społeczna Akademia Nauk*

Streszczenie

Artykuł dotyczy wpływu logistycznych determinant na wartość przedsiębiorstwa. Określenie wartości badanego przedsiębiorstwa odzieżowego przeprowadzono w oparciu o modele optymalizacyjne. Kluczowymi determinantami wartości tego przedsiębiorstwa są: wielkość zapasów, relacja

kapitału obcego do własnego oraz dźwignia finansowa. W procesie badawczym uwzględniono również analizę ryzyka przy wykorzystaniu *VaR*. Dokonano porównania wartości modelowych i empirycznych determinant wartości przedsiębiorstwa.

POSSIBILITIES OF INCREASING THE COMPANY'S VALUE

Summary

This article deals with the influence of logistical determinants on company's value. The value of the examined company was calculated using optimization models. The key value determinants are: stock's value, relation foreign capital to own capital and financial leverage. The research process also included *VaR*-based risk analysis. Model values of determinants were compared with empirical values.

