

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 365

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński
Tomasz Słoński



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Barbara Majewska
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-407-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

Spis treści

Wstęp	9
Krystyna Brzozowska: Rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego w Europie: przeszłość, stan obecny, przyszłość	11
Dorota Ciesielska, Maciej Fraszcak: Polish Foreign Direct Investments in the light of the Investment Development Path Paradigm	21
Piotr Figura: Wartości wskaźników płynności finansowej ponadprzeciętnie rentownych przedsiębiorstw z sektora MSP	41
Tamara Galbarczyk, Bożena Oleszko-Kurzyna: Finansowanie inwestycji ekologicznych w Polsce	54
Jan Kaczmarzyk: Testowanie reakcji przedsiębiorstwa na ryzyko kursowe z wykorzystaniem metod Monte Carlo	65
Arkadiusz Kijek: Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK	80
Jerzy Kitowski: Metodyczne aspekty ujęcia płynności finansowej w metodach oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa	90
Marita Koszarek: Supporting the development of clusters in Poland – dilemmas faced by public policy	103
Waldemar Kozłowski: Ocena inwestycji infrastrukturalnych w aspekcie zrównoważonego rozwoju	113
Marzena Krawczyk: Współmierność systemów: rachunkowości zarządczej i audytu wewnętrznego w usprawnianiu procesu zarządzania ryzykiem strategicznym	124
Justyna Kujawska: Struktura wydatków publicznych na opiekę zdrowotną w Polsce w latach 1991-2012	134
Bogdan Ludwiczak: Ilościowa ocena ryzyka operacyjnego w praktyce bankowej	144
Jarosław Mielcarek: Analiza projektu farmy wiatrowej za pomocą rachunku kosztów docelowych	155
Grzegorz Mikołajewicz: Determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa	173
Jerzy Różański: Foreign direct investment and the world economic crisis....	186
Elżbieta Rychłowska-Musiał: Optymalny udział menedżera we własności spółki i koszt długu. Perspektywa teorii agencji	196
Vitaliy Rysin, Yurii Kozlovskiy: Resource policy of Ukrainian banks in relationships with non-financial corporation: practical aspects	207

Dariusz Siudak: Ocena wpływu rodzaju sektora gospodarczego na proces migracji wartości przedsiębiorstw	219
Magdalena Sobocińska-Maciejewska: Partnerstwo publiczno-prywatne jako źródło finansowania innowacji realizowanych w systemie zamówień publicznych	234
Katarzyna Sokółowska, Aldona Uziębło: Statyczne mierniki płynności finansowej – przydatność i ograniczenia	245
Anna Spoz: A look at e-invoices from enterprises' and government's perspective	254
Wacława Starzyńska: Projekty hybrydowe w Polsce realizowane w formule PPP przy zastosowaniu trybów zamówień publicznych	265
Aleksandra Szpulak: Inwestycje w operacyjny kapitał obrotowy netto w rachunku przepływów pieniężnych	276
Joanna Świdarska: Wykup lewarowany – możliwości i ograniczenia finansowania	293
Grzegorz Wesółowski: Subwencja ogólna jako źródło dochodów powiatów województwa lubelskiego	302

Summaries

Krystyna Brzozowska: PPP development in Europe: past, current state and future	20
Dorota Ciesielska, Maciej Frąszczak: Polskie zagraniczne inwestycje bezpośrednie w świetle paradygmatu rozwoju inwestycji	40
Piotr Figura: Values of financial liquidity ratios for small and medium enterprises with above-average profitability	53
Tamara Galbarczyk, Bożena Oleszko-Kurzyna: Financing of environmental investments in Poland	64
Jan Kaczmarzyk: Testing enterprise reaction to currency risk using Monte Carlo methods	79
Arkadiusz Kijek: Analysis of volatility linkages among sector indices of Warsaw Stock Exchange by GARCH BEKK model	89
Jerzy Kitowski: Methodological aspects of approach to liquidity in methods for assessing financial standing of an enterprise	102
Marita Koszarek: Wspieranie rozwoju klastrów w Polsce – dylematy polityki publicznej	112
Waldemar Kozłowski: Evaluation of infrastructure investment in view of sustainable development	123
Marzena Krawczyk: Adequacy of managerial accounting and internal auditing systems in the improvement of the process of strategic risk management	133

Justyna Kujawska: The structure of public expenditures on healthcare in Poland in the years 1991-2012	143
Bogdan Ludwiczak: A quantitative approach for the measurement of operational risk in banking practice	154
Jarosław Mielcarek: Analysis of wind farm project with target costing	172
Grzegorz Mikołajewicz: The determinants of the fundamental strength of the company	185
Jerzy Różański: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne a światowy kryzys gospodarczy	195
Elżbieta Rychłowska-Musiał: The optimal level of managerial ownership and debt cost. An agency theory perspective	206
Vitaliy Rysin, Yurii Kozlovskiy: Polityka kapitałowa banków ukraińskich realizowana przy współpracy z korporacjami niefinansowymi: aspekty praktyczne	218
Dariusz Siudak: The assessment of the industrial sector impact on the process of firms value migration	233
Magdalena Sobocińska-Maciejewska: Public-private partnership as a source of financing innovation realized in the system of public procurement	244
Katarzyna Sokółowska, Aldona Uziębło: Static gauges of the financial liquidity – usefulness and restrictions	253
Anna Spoz: E-faktury – spojrzenie z perspektywy mikro i makro	264
Wacława Starzyńska: Hybrid projects realized within the framework of PPP and public procurement systems in Poland	275
Aleksandra Szpulak: Net investments in the operating working capital within the cash flows workshop	292
Joanna Świdorska: Leveraged buyout – financing possibilities and limitations	301
Grzegorz Wesółowski: General subsidy as a source of incomes for counties of Lublin Voivodeship	312

Grzegorz Mikołajewicz

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

e-mail: g.mikolajewicz@ue.poznan.pl

DETERMINANTY SIŁY FUNDAMENTALNEJ PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie: Celem artykułu jest sklasyfikowanie i usystematyzowanie determinant siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. W tym celu wykorzystano krytyczną analizę literatury oraz metody analizy, syntezy i porównań. Wynikiem artykułu jest przedstawienie źródeł i czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa oraz modelowego schematu powiązań między nimi. Na uwagę zasługuje wyróżnienie czynników bazowych siły fundamentalnej, pochodzących z makrootoczenia podmiotu i stanowiących jednocześnie podwaliny dla czynników z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, które określono jako czynniki pochodne. Artykuł zawiera także wskazówki do identyfikacji kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP).

Słowa kluczowe: siła fundamentalna przedsiębiorstwa, wartość wewnętrzna, czynniki bazowe, czynniki pochodne.

DOI: 10.15611/pn.2014.365.14

1. Wstęp

Siła fundamentalna przedsiębiorstwa to zagadnienia niezwykle złożone. Wpływa na to duża liczba różnorodnych czynników określających siłę fundamentalną przedsiębiorstwa (ilościowych i jakościowych), ich przekrojowy charakter (czynniki z makrootoczenia, mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, czynniki ze sfery operacyjnej, finansowej, inwestycyjnej, strategicznej), ich wzajemne przenikanie się, tworzone przez nie ciągi zależności oraz trudności w ich pomiarze.

Celem artykułu jest sklasyfikowanie i usystematyzowanie determinant siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Na potrzeby niniejszego artykułu siłę fundamentalną przedsiębiorstwa zdefiniowano jako potencjał przedsiębiorstwa do tworzenia i ochrony jego wartości wewnętrznej¹.

¹ Wartość wewnętrzna (*intrinsic value*) to wartość, która abstrahuje od punktu widzenia określonego inwestora czy też konkretnej transakcji, a opiera się na wszystkich charakterystykach przedsię-

2. Źródła i czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Bazując na przedstawionej definicji siły fundamentalnej oraz jej ścisłym związku z analizą fundamentalną i wartością wewnętrzną przedsiębiorstwa wyróżnić można trzy główne źródła siły fundamentalnej, a mianowicie:

- makrootoczenie,
- mikrootoczenie,
- wewnątrz przedsiębiorstwa.

Źródła te określają skąd pochodzi, wywodzi się siła fundamentalna i czynniki ją tworzące. Warto zaznaczyć, że o ile makrootoczenie pozostaje w większości przypadków poza kontrolą przedsiębiorstwa (z wyłączeniem kwestii lobbingu czy konsultacji społecznych), o tyle przedsiębiorstwo ma już realny wpływ na swoje relacje z otoczeniem bliższym i kształtowanie własnego potencjału wewnętrznego. Uwarunkowania zewnętrzne odgrywają w tym procesie istotną rolę.

Jeśli chodzi o czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a więc składniki, nośniki, elementy warunkujące, kształtujące, wpływające na siłę fundamentalną podmiotu, wyróżnić można ich dwie główne grupy, tj.:

- czynniki bazowe,
- czynniki pochodne.

Czynniki bazowe to czynniki z makrootoczenia, niezależne od przedsiębiorstwa, stanowiące podwaliny mikrootoczenia i potencjału wewnętrznego przedsiębiorstwa. Znajdują one swoje odzwierciedlenie w czynnikach pochodnych.

Za czynniki pochodne przyjęto natomiast czynniki z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, a więc czynniki, które przedsiębiorstwo może w mniejszym (mikrootoczenie) lub większym (wnętrze) stopniu kształtować.

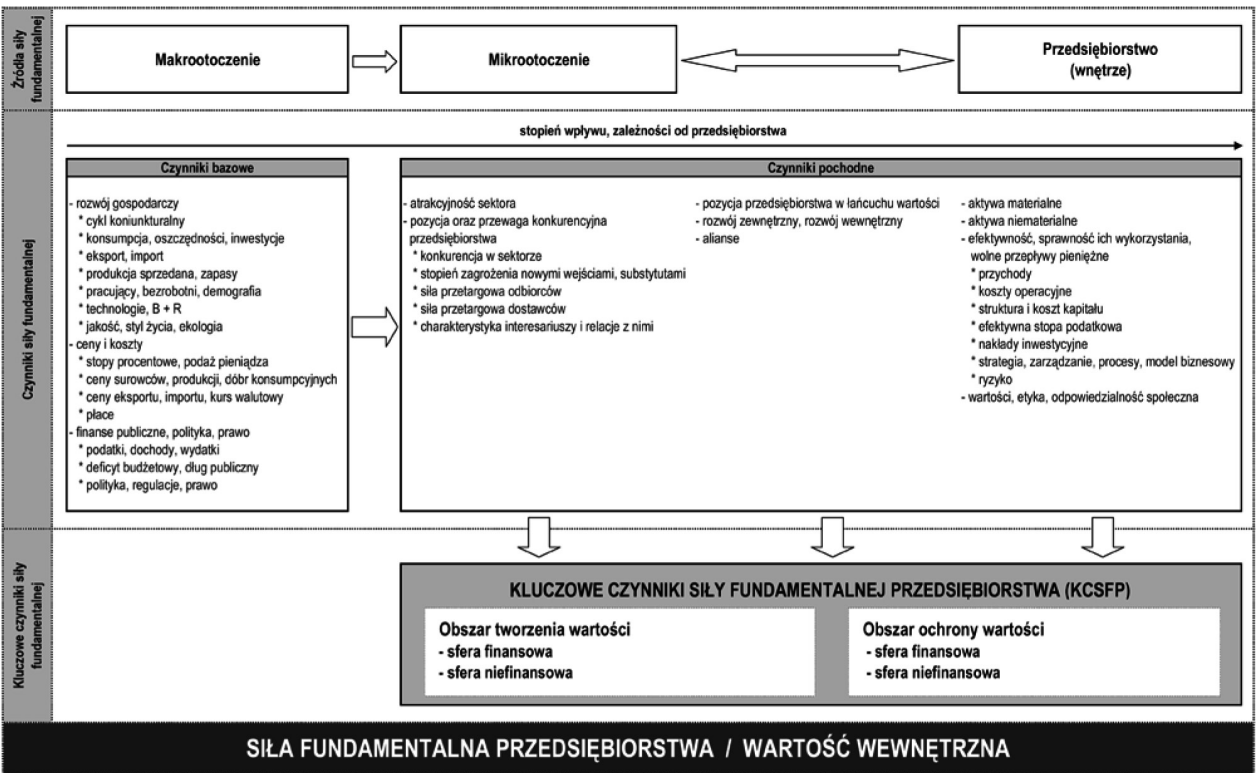
Przyjmując założenie, że poziom, siła i kierunek oddziaływania czynników pochodnych odzwierciedlają istniejące uwarunkowania w zakresie czynników bazowych (są przez nie w znacznym stopniu determinowane), identyfikacja kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) powinna dotyczyć analizy najbardziej istotnych, newralgicznych czynników wpływających z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa.

Modelowe ujęcie źródeł i czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa przedstawiono na rysunku 1.

Ze względu na objętość artykułu nie sposób przedstawić w nim szerokiej gamy badań i opracowań dotyczących źródeł i czynników z makro-, mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa, na których wyrasta prezentowane ujęcie. Należy przy tym podkreślić, że badania te z reguły nie koncentrują się *stricto* na sile fundamentalnej przedsiębiorstwa (termin ten zazwyczaj nie bywa w ogóle definiowany²), lecz raczej na otoczeniu i wewnątrz przedsiębiorstwa *per se*.

biorstwa oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego obecną i przyszłą sytuację [PKZW 2011, pkt 7.3.4].

² Na fakt ten autor zwracał już uwagę w swoich wcześniejszych publikacjach, m.in. w [Mikołajewicz 2010a, 2014], w których wypracował i zaprezentował autorską definicję terminu „siła fundamentalna przedsiębiorstwa”.



Rys. 1. Źródła oraz czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Zaprezentowane w artykule podejście jest wynikiem aktualizacji oraz syntezy dotychczasowych badań autora z zakresu wartości fundamentalnej [Mikołajewicz 2010a, 2010b, 2011, 2014], jak również przekrojowej analizy źródeł literaturowych.

Problematyka makrootoczenia, w szczególności otoczenia ekonomicznego przedsiębiorstw, jest przedmiotem badań m.in. Matkowski [1998], Lee [2000], Piech i Szczodrowski [2002], Woźniak [2004], Fic i in. [2005], Ymarone [2006], GUS [2015], NBP [2015].

Kwestię wpływu różnorodnych sfer makrootoczenia na funkcjonowanie podmiotu, poszerzoną o analizę mikrootoczenia i konkurencyjności przedsiębiorstwa, znaleźć można m.in. w: Strategor [1999], Gołębiowski [2001], Gierszewska i Romanowska [2003], Kotler [2005], Porter [2006a, 2006b] etc.

Z kolei do badań koncentrujących się na wnętrzu przedsiębiorstwa, a przede wszystkim na aspektach ekonomicznych jego funkcjonowania, tworzeniu wartości, zaliczyć można m.in. Ritchie [1997], Rappaport [1999], Jaworski [1999], Black i in. [2000], Duliniec [2001], Marcinkowska [2004], Damodaran [2007], Skoczylas [2007], Graham i Dodd [2009], Nowicki [2010], Szablewski i in. [2008] etc. Badania nad siłą fundamentalną przedsiębiorstwa prowadzą także Tarczyński [2002] i Tarczyńska-Łuniewska [2013], w szczególności w zakresie tworzenia fundamentalnego portfela papierów wartościowych i taksonomicznego miernika atrakcyjności inwestycji (TMAI).

Autor posiada niezbędną wiedzę w zakresie ww. opracowań, która pozwoliła mu uwzględnić płynące z nich wnioski w zaprezentowanym modelu.

3. Czynniki bazowe

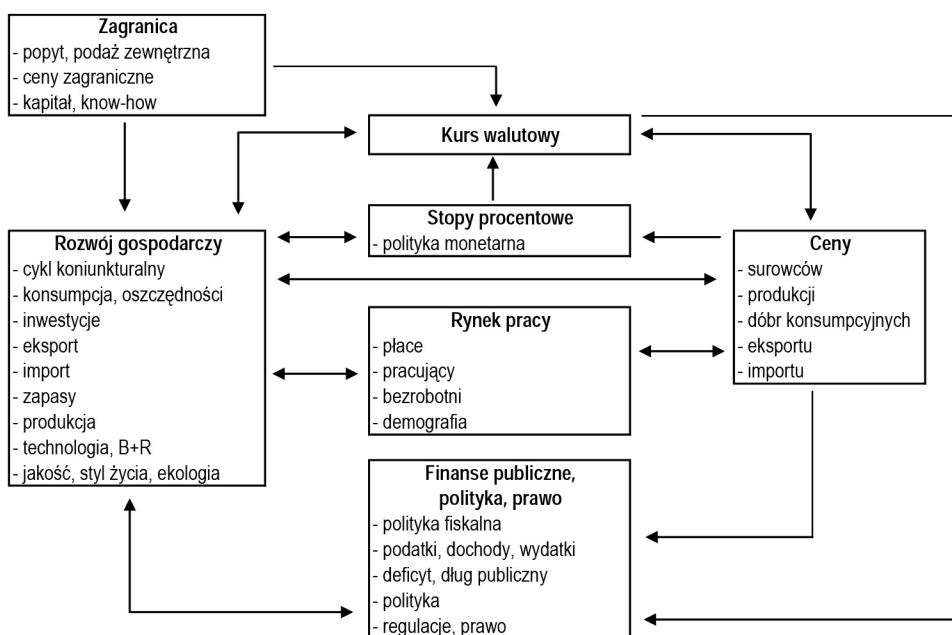
Czynniki bazowe siły fundamentalnej to czynniki z zakresu makrootoczenia, niezależne od przedsiębiorstwa. Czynniki te wpływają na sferę mikrootoczenia i potencjału wewnętrznego przedsiębiorstwa, tym samym znajdują one swoje odzwierciedlenie w czynnikach pochodnych.

Najważniejsze czynniki bazowe podzielono w zaprezentowanym ujęciu na trzy główne grupy, tj.:

- czynniki z zakresu rozwoju gospodarczego:
 - cykl koniunkturalny,
 - konsumpcja, oszczędności, inwestycje,
 - eksport, import,
 - produkcja sprzedana, zapasy,
 - pracujący, bezrobotni, demografia,
 - technologie, B+R,
 - jakość, styl życia, ekologia,
- czynniki z zakresu cen i kosztów:
 - stopy procentowe, podaż pieniądza,
 - ceny surowców, produkcji, dóbr konsumpcyjnych,
 - ceny eksportu, importu, kurs walutowy,
 - płace,
- czynniki ze sfery finansów publicznych, polityki i prawa:

- podatki, dochody, wydatki,
- deficyt, dług publiczny,
- polityka, regulacje, prawo.

Należy zaznaczyć, że podział ten nie ma charakteru rozłącznego. Czynniki z makrootoczenia przenikają się bowiem wzajemnie oraz cechują dużą złożonością i skomplikowaną liczbą powiązań. Analizując wpływ wyżej wymienionych grup na siłę fundamentalną przedsiębiorstwa, należy postrzegać je zatem w ujęciu łącznym, ze wszelkimi wzajemnymi relacjami, oraz w ujęciu dynamicznym, nie tylko przez pryzmat wartości bezwzględnej czynników, ale także w oparciu o ich zmiany w czasie.



Rys. 2. Powiązania między głównymi czynnikami bazowymi siły fundamentalnej

Źródło: opracowanie własne na podstawie modelu gospodarki polskiej ECMOD [Fic i in. 2005, s. 17].

Uproszczony schemat powiązań pomiędzy głównymi czynnikami bazowymi za-prezentowano na rysunku 2.

Ze względu na złożoność relacji i wzajemne zależności zmiennych z makrootoczenia schemat³ zawiera jedynie najważniejsze powiązania i kierunki oddziaływania poszczególnych czynników bazowych. Czynniki te rzutują na siłę fundamentalną

³ W przedstawionym modelu logika powiązań ujęta jest przez pryzmat modelu popytowo-podazowego koniunktury, w którym w krótkim okresie ścieżka rozwoju gospodarczego determinowana jest przez czynniki popytowe, w długim zaś przez podaż.

przedsiębiorstwa (jego wartość wewnętrzną) m.in. poprzez wpływ na koszt kapitału i wysokość premii za ryzyko, dostępność kapitałów, poziom inwestycji, wielkość popytu konsumpcyjnego, zmiany atrakcyjności eksportu, importu, a tym samym wysokość przychodów, kosztów i marż przedsiębiorstw, jak również wysokość kosztu kapitału dla zobowiązań zaciągniętych w walucie obcej czy też zmiany wartości aktywów wyrażonych w tych walutach. Czynniki te decydują zatem z jednej strony o popycie na produkty przedsiębiorstwa, z drugiej strony wpływają na podaż produktów, jak również stanowią źródło zasileń przedsiębiorstwa oraz wpływają pośrednio lub bezpośrednio na jego działania poprzez politykę fiskalną, monetarną i regulacje.

Mimo że makrootoczenie rozpatrywane jest jako wspólne dla całej gospodarki, to jego wpływ (siła i kierunek oddziaływania) na poszczególne branże, sektory jest zróżnicowany. Chodzi tu zarówno o specyficzne uwarunkowania prawne sektorów gospodarki, wymogi technologiczne, ekologiczne, podaż pracy, wpływ demografii i uwarunkowań kulturowych, jak również wrażliwość na pojawiające się w gospodarce impulsy monetarne, fiskalne czy walutowe⁴. Duże znaczenie ma także podatność na zmiany cyklu koniunkturalnego⁵, czy też inne wahania, takie jak wahania sezonowe (związane z warunkami klimatycznymi, zwyczajami w zakresie prowadzenia działalności gospodarczej) czy też wahania występujące z przyczyn losowych, wahania przypadkowe (np. zmiany w regulacjach, polityce itp.).

4. Czynniki pochodne

4.1. Czynniki ze sfery mikrootoczenia

Do najważniejszych czynników pochodnych ze sfery mikrootoczenia zaliczyć można takie czynniki, jak:

- atrakcyjność sektora,
- pozycja i przewaga konkurencyjna przedsiębiorstwa, determinowana m.in. przez:
 - konkurencję w sektorze,
 - stopień zagrożenia nowymi wejściami, substytutami,
 - siłę przetargową odbiorców,
 - siłę przetargową dostawców,
 - charakterystykę interesariuszy i relacji z nimi.

Istotnym czynnikiem siły fundamentalnej jest umiejętność wykorzystania przez przedsiębiorstwo faktu, że wytwarza ono wartość dla odbiorców. Powinno więc czerpać z tego tytułu możliwie szerokie korzyści oraz ograniczyć taką sposobność podmiotom trzecim. Musi zadbać o to, aby pojawienie się nowych konkurentów czy

⁴ Więcej informacji na temat ww. impulsów można znaleźć w: [Fic i in. 2005, s. 58-61].

⁵ Wyróżnić można branże cykliczne (pro- i antycykliczne, tj. branże, w których wyniki są skorelowane z cyklem gospodarczym odpowiednio pozytywnie i negatywnie) oraz branże acykliczne (nie-wrażliwe lub stosunkowo mało wrażliwe na wahania koniunktury gospodarczej).

też rywalizacja pomiędzy istniejącymi przedsiębiorstwami nie prowadziła do przesunięcia wartości w ręce odbiorców (np. pod postacią niższych cen) lub by wartość ta nie została roztrwoniona w wyniku zwiększenia się kosztów działalności danej branży bądź przejęta przez inne przedsiębiorstwa. Ważną kwestią jest również siła przetargowa nabywców i dostawców, która wyznacza stopień, w jakim także i oni przejmują tę wartość dla siebie lub pozostawiają ją w przedsiębiorstwie. Z kolei pojawienie się substytutów informuje o stopniu, w jakim inne produkty mogą zaspokajać potrzeby odbiorców, tym samym dochodzi do wyznaczenia maksymalnej ceny, jaką będą skłonni zapłacić nabywcy, co ma istotne znaczenie dla wzrostu wartości wewnętrznej podmiotu. Trzeba zaznaczyć, że substytuty są szczególnie groźne w przypadku, gdy mogą zastępować dane wyroby jednocześnie pod względem cenowo-efektywnościowym oraz gdy pojawiają się w branżach, które charakteryzują się wysokimi marżami [Porter 2006a, s. 35, 36].

Pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa nie jest stała w czasie i ulega zmianom. Zarówno sektor, jak i znajdujące się w nim przedsiębiorstwa stale ewoluują, stąd tak ważny jest cykl życia sektora, przedsiębiorstwa i jego produktów. Istotną rolę odgrywa także kwestia poziomu niezbędnych inwestycji, dyfuzji technologii oraz związana z nimi trwałość przywództwa technologicznego.

Analizując czynniki siły fundamentalnej z zakresu mikrootoczenia, należy również zwrócić uwagę na kwestię właściwych relacji przedsiębiorstwa z interesariuszami. Umiejętność tworzenia i podtrzymywania tych relacji staje się niezbędną kompetencją spółki, potrzebną do osiągnięcia przez nią sukcesu finansowego.

Właściwe relacje między przedsiębiorstwem a interesariuszami stanowią aktywa niematerialne spółki, mają dla niej określone znaczenie i wartość. Znaczenie poszczególnych relacji i grup interesariuszy będzie różnić się w zależności od branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo (np. branża wydobywcza – państwo, organizacje ekologiczne, lokalne społeczności; firmy high-tech – pracownicy) oraz etapu rozwoju (cyklu życia) przedsiębiorstwa (w początkowej fazie relacje te są tworzone, a dopiero z czasem zamieniane na cenne aktywa).

4.2. Czynniki ze sfery styku mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa

Kolejna podgrupa czynników pochodnych siły fundamentalnej przedsiębiorstwa ujawnia się na styku mikrootoczenia oraz wnętrza przedsiębiorstwa. Jej zakres podkreśla istotną rolę w maksymalizowaniu długotrwałego wzrostu i ochrony wartości wewnętrznej podmiotu takich czynników, jak:

- efektywna kontrola łańcucha wartości (*value chain*),
- rozwój zewnętrzny i wewnętrzny,
- alianse strategiczne.

Pozycja, jaką zajmuje podmiot w systemie łańcuchów tworzenia wartości oraz potencjał i siła jego wewnętrznego łańcucha wartości, to ważne determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa.

Na system łańcuchów wartości składają się łańcuchy wartości zarówno dopływowej (dostawcy), jak i odpływowej (dystrybutorzy), kończąc na łańcuchu wartości nabywcy. Przedsiębiorstwo jest zatem ogniwem szerszego łańcucha podmiotów tworzących wartość dodaną, jednocześnie tworząc kolejny podsystem – swój wewnętrzny łańcuch wartości, w ramach którego realizuje działania w celu wytworzenia dobra wartościowego dla odbiorców [Porter 2006a, s. 66].

Niezwykle ważnym czynnikiem siły fundamentalnej jest zatem umiejętność przedsiębiorstwa do przejmowania wartości, jaka zostaje wykreowana w poszczególnych ogniwach łańcucha. Przedsiębiorstwo powinno tak kształtować swój potencjał, aby efektywność oraz tworzona i zatrzymywana w podmiocie wartość była jak największa.

Nie należy przy tym ograniczać się tylko do restrukturyzacji i rozwoju wewnętrznego. Przedsiębiorstwo powinno także aktywnie poszukiwać najlepszego miejsca w systemie łańcuchów wartości, a więc podejmować działania mające na celu przejęcie wartości dodanej występującej w ogniwach je poprzedzających (integracja wstecz) czy też występujących po nim (integracja w przód), jak również tych równoległych (integracja pozioma), czy też tworzyć alianse strategiczne z konkurentami.

Wzrost zewnętrzny stanowi konkurencyjną, ale także uzupełniającą formę zwiększania wartości przedsiębiorstwa w stosunku do wzrostu wewnętrznego. Wybór między rozwojem wewnętrznym a zewnętrznym uzależniony jest od wielu czynników, przy czym do głównych zaliczyć można [Strategor 1999, s. 202-220]: charakter sektora, w którym funkcjonuje lub chce funkcjonować przedsiębiorstwo (jego dojrzałość, bariery wejścia), względy taktyczne (presja czasu, neutralizacja konkurenta, dostępność celu, łatwość przejścia), rynkową dostępność aktywów (aktywa unikatowe, trudne do skopiowania), skłonność samego przedsiębiorstwa do wzrostu zewnętrznego (nastawienie kierownictwa, niedobór zasobów, kompetencji).

Rozwiązaniem pośrednim między rozwojem wewnętrznym a zewnętrznym są alianse strategiczne, a więc swoiste sojusze nawiązywane między przedsiębiorstwami będącymi faktycznymi lub potencjalnymi konkurentami, zmierzające do poprawy zarządzania i wzmocnienia pozycji konkurencyjnej [Strategor 1999, s. 240, 241]. To, co wyróżnia je na tle fuzji i przejęć, to głównie zachowanie autonomii jednostek oraz stosunkowa łatwość odwrotu i rozwiązania współpracy⁶.

4.3. Czynniki ze sfery wnętrza przedsiębiorstwa

Ostatnia wyróżniona grupa czynników pochodnych siły fundamentalnej dotyczy sfery wnętrza przedsiębiorstwa, jego atutów, mocnych stron, posiadanych zasobów⁷ oraz efektywności ich wykorzystania w tworzeniu i ochronie wartości wewnętrznej.

⁶ Warto zaznaczyć, że czasami łatwość ta bywa pozorna. W dużej części przypadków podczas rozwiązywania aliansu dochodzi bowiem do przejęć. Jak pokazują badania [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 426, 429, 430] blisko 3/4 rozwiązanych aliansów kończy się przejęciem.

⁷ Jeśli chodzi o zasoby, to pojęcie to rozumiane jest możliwie szeroko. Chodzi zarówno o aktywa materialne, jak i niematerialne, kompetencje czy też wiedzę. Podejście to zgodne jest zarówno z zasobową teorią

Wśród czynników tych na szczególną uwagę zasługują:

- aktywa materialne (rzeczowe, finansowe),
- aktywa niematerialne (marka, wizerunek, klienci, pracownicy, badania i rozwój, innowacje, własność intelektualna, patenty itp.),
- istniejące między aktywami powiązania, relacje oraz efektywność ich wykorzystania i generowane przez nie wolne przepływy pieniężne, w tym takie czynniki, jak:
 - przychody,
 - koszty operacyjne,
 - struktura i koszt kapitału,
 - efektywna stopa podatkowa,
 - nakłady inwestycyjne,
 - implementacja strategii, system zarządzania w przedsiębiorstwie, procesy, model biznesowy,
 - ryzyko,
- wartości, etyka, odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstwa.

Należy ustalić więc, jakie aktywa materialne i niematerialne są w posiadaniu przedsiębiorstwa, sprawdzić, czy przedsiębiorstwo jest w stanie wygenerować z nich oczekiwane rezultaty (zarówno pod względem dochodu, jak i przepływów pieniężnych), czy odnajduje się w uwarunkowaniach rynkowych, posiada możliwości adaptacji do zmiennych warunków otoczenia, czy wprowadziło skutecznie strategię w życie i jaki jest jego potencjał do kreowania oraz ochrony wartości.

Warto zaznaczyć, że w ostatnim okresie rośnie rola aktywów niematerialnych w działalności przedsiębiorstwa, a także obserwuje się przesunięcie źródła zysków, które w coraz większym stopniu generowane są przez sferę szeroko pojętych usług dla klienta. Rynek ten przewyższa dziś przychody związane z wytwarzaniem i sprzedażą produktów. Sprzedaż staje się niejako pretekstem dla oferowania szerokiej gamy usług [Szablewski 2006, s. 58].

Analizując rolę aktywów materialnych i niematerialnych jako determinant siły fundamentalnej podmiotu i jego wartości wewnętrznej, trzeba zaznaczyć, że nie chodzi tu o przeciwstawienie sobie obydwu tych grup, ale o ich optymalną kombinację. O identyfikację czegoś, co R. Boulton, B. Libert i S. Samek [2001, s. 17-33, 101] w stworzonym Modelu Dynamiki Wartości (*Value Dynamics*) określają jako ekonomiczne DNA przedsiębiorstwa.

Bardzo ważne jest właściwe zaprojektowanie modelu biznesowego, zarządzanie portfelem aktywów, pomiar uzyskiwanych z nich korzyści i ich kontrola. Część przedsiębiorstw ma bowiem problemy z odpowiedzią na pytanie, jakie aktywa posiadają i dlaczego. Nie liczy się przecież tylko stan posiadania, ale również przepływy związane z aktywami oraz efektywność ich wykorzystania. Wartość przedsiębiorstwa zależy bowiem od aktualnej wartości strumieni pieniężnych generowanych

przedsiębiorstwa, jak i kompetencyjną czy też tą opartą na wiedzy. Wszystkie powyższe teorie akcentują bowiem znaczenie posiadanych przez przedsiębiorstwo unikatowych, specyficznych zasobów.

dzięki aktywom materialnym i niematerialnym oraz od odpowiedniej ich kombinacji, pozwalającej między innymi na komercjalizowanie innowacji w przyszłości. Aktywa materialne i niematerialne stanowią źródło przyszłych korzyści ekonomicznych przedsiębiorstwa i obejmują zarówno źródła wartości znajdujące się pod, jak i poza kontrolą przedsiębiorstwa, źródła wewnętrzne, jak i zewnętrzne oraz relacje odśrodkowe (prowadzące z przedsiębiorstwa na rynek), jak i dośrodkowe (źródła zasileń przedsiębiorstwa).

W identyfikacji czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa należy zwrócić szczególną uwagę na efektywność podmiotu, jego potencjał do generowania zysków oraz wolnych przepływów pieniężnych, a w szczególności na takie elementy, jak: przychody, koszty operacyjne, strukturę i koszt kapitału, efektywną stopę podatkową, nakłady inwestycyjne, strategię przedsiębiorstwa, jego model biznesowy, system zarządzania, procesy, ryzyko.

Czynniki te można analizować zarówno w ujęciu, w jakim wpływają one na efektywność czy wzrost przedsiębiorstwa, jak i przez pryzmat stopnia kontroli i szybkości uzyskiwania efektów podjętych działań.

Wyszczególnione powyżej czynniki ulegają zmianom w czasie i oddziałują wzajemnie na siebie. Często wpływ tych zmian na wartość przedsiębiorstwa może być różnokierunkowy, w takim wypadku należy kontrolować, aby przyrost wartości z tym związany był wystarczający na pokrycie wymaganych nakładów, kosztów. Praktyka pokazuje, że ocena wrażliwości powyższych czynników w kontekście tworzenia wartości nie zawsze jest oczywista, a jej skwantyfikowanie może okazać się pomocne dla menedżerów szczebla operacyjnego i wyższego kierownictwa [Rappaport 1999, s. 189].

Przedstawione czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa należy uzupełnić o społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstwa, etykę oraz wartości, jakimi się kieruje. Warto zaznaczyć, że bycie odpowiedzialnym w stosunku do interesariuszy nie musi stać w sprzeczności z interesami właścicieli (maksymalizacją wartości dla akcjonariuszy). Nie bez znaczenia dla siły fundamentalnej pozostają także zasady etyczne i wartości, jakimi kieruje się przedsiębiorstwo. Czynniki te stają się coraz istotniejszym elementem ładu ekonomicznego, a w gospodarkach wysokorozwiniętych są już niemalże standardem w prowadzeniu biznesu.

5. Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa

Kluczowe czynniki siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP) zostały zdefiniowane jako najbardziej istotne, podstawowe, główne czynniki siły fundamentalnej, wpływające z mikrootoczenia i wnętrza przedsiębiorstwa (czynniki pochodne). Założono przy tym, że poziom, siła i kierunek oddziaływania tych czynników odzwierciedlają uwarunkowania w zakresie czynników bazowych – czynników z makrootoczenia (są przez nie w znacznym stopniu determinowane).

Wśród KCSFP wyodrębniono dwa obszary, tj. spójne zbiory czynników pochodnych siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, a mianowicie:

- obszar tworzenia wartości,
- obszar ochrony wartości.

Podział ten nie jest podziałem rozłącznym, tzn. istnieją czynniki wspólne dla tych grup. Czynniki tworzące wartość mogą bowiem sprzyjać także jej ochronie i odwrotnie.

Wyróżnione obszary różnią się zogniskowaniem analizy. W obszarze tworzenia wartości główny nacisk położony jest na wzrost, rozwój, podczas gdy w obszarze ochrony wartości na bezpieczeństwo, stabilność, powtarzalność i przewidywalność czynników oraz poszukiwanie źródeł ewentualnych zagrożeń.

Każdy z powyższych obszarów podzielono na dwie sfery, w których przejawiają się czynniki fundamentalne:

- sferę finansową, obejmującą czynniki finansowe ujęte wartościowo, dotyczące sfery materialnej, prezentowane zazwyczaj w sprawozdaniach finansowych,
- sferę niefinansową, obejmującą czynniki niefinansowe, jakościowe, dotyczące sfery aktywów niematerialnych, trudne do zmierzenia i identyfikacji.

Należy zadbać o to, aby przy wyłanianiu KCSFP dla konkretnego przedsiębiorstwa uzyskać jego zbilansowany obraz przy uwzględnieniu specyfiki podmiotu oraz branży, w której działa. Trzeba rozpatrywać, w miarę możliwości, wszystkie czynniki łącznie, uwzględniając ich kierunek, siłę oddziaływania i wzajemne relacje. Zidentyfikowane kluczowe czynniki siły fundamentalnej dla konkretnego przedsiębiorstwa mogą ulegać zmianie w czasie, należy więc pamiętać o ich okresowej weryfikacji.

Zidentyfikowana liczba kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, określających jego potencjał do tworzenia i ochrony wartości wewnętrznej nie powinna być przesadnie duża. Zbytne poszerzanie tego zbioru może doprowadzić do dublowania informacji czy też zaciemniania obrazu spółki.

Identyfikacja KCSFP nie jest zadaniem łatwym ze względu na istnienie szerokiego spektrum specyficznych dla poszczególnych branż i przedsiębiorstw czynników biorących udział w procesie tworzenia i ochrony wartości, ich wzajemne oddziaływanie, przenikanie się, ich różnorodne charakterystyki (czynniki finansowe, niefinansowe, sfera mikrootoczenia, wewnątrz przedsiębiorstwa, aspekt operacyjny, inwestycyjny, finansowy, strategiczny itp.) czy też często wielokierunkowy i nieliniowy wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Nie istnieje zatem jeden uniwersalny zestaw kluczowych czynników siły fundamentalnej. Ich wybór w dalszym ciągu uzależniony jest w znacznym stopniu od podejścia, wiedzy i doświadczenia inwestora, analityka oraz charakterystyki przedsiębiorstwa i branży, w jakiej działa. Przy ich identyfikacji można jednak posłkować się dostępnymi opracowaniami branżowymi z zakresu KPI (*key performance indicators*) oraz raportami przedsiębiorstw, w tym w szczególności dotyczącymi *value reporting*⁸.

⁸ Szerokie spektrum badań dotyczących kluczowych czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa (KCSFP), uwzględniające także spojrzenie branżowe, znaleźć można w: [Mikołajewicz 2010].

6. Zakończenie

Celem artykułu było sklasyfikowanie i usystematyzowanie determinant siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Ze względu na złożoność badanego zjawiska, nie jest możliwe przedstawienie wszystkich zależności i determinant siły fundamentalnej w sposób szczegółowy i wyczerpujący. Konieczne staje się przyjęcie pewnych założeń oraz dokonanie uproszczeń i redukcji w zakresie czynników i ich powiązań, pozwalających na ich syntetyczną analizę w kontekście tworzenia wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa oraz ich wpływu na jego siłę fundamentalną.

Prezentowane w niniejszym artykule ujęcie jest zatem ujęciem modelowym, a więc uproszczonym obrazem badanego fragmentu rzeczywistości, w którym wyeliminowano cechy, relacje oraz inne elementy mało istotne dla identyfikacji źródeł i czynników siły fundamentalnej przedsiębiorstwa. Podejście takie pozwala ograniczyć złożoność rozpatrywanego zjawiska, jakim jest siła fundamentalna przedsiębiorstwa w stopniu umożliwiającym jej poznanie.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E., 2000, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa.
- Boulton R.E.S., Libert B.D., Samek S.M., 2001, *Odczytując kod wartości. Jak firmy tworzą wartość w gospodarce*, WIG Press, Warszawa.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., 1997, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG Press, Warszawa.
- Damodaran A., 2007, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice.
- Duliniec A., 2001, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Fic T., Kolasa M., Kot A., Murawski K., Rubaszek M., Tarnicka M., 2005, *Model gospodarki polskiej ECMOD*, Materiały i studia, Zeszyt nr 194, NBP, Warszawa, czerwiec.
- Gierszewska G., Romanowska M., 2003, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
- Gołębiowski T., 2001, *Zarządzanie strategiczne. Planowanie i kontrola*, Difin, Warszawa.
- Graham B., Dodd D.L., 2009, *Security analysis*, sixth edition, McGrawHill.
- GUS, 2015, <http://stat.gov.pl> (26.01.2015).
- Jaworski T., 1999, *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań.
- Kotler P., 2005, *Marketing*, Rebis, Poznań.
- Lee T., 2000, *Ekonomia dla inwestorów giełdowych*, WIG Press, Warszawa.
- Marcinkowska M., 2004, *Roczny raport z działań i wyników przedsiębiorstwa: nowe tendencje w sprawozdawczości biznesowej*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków.
- Matkowski Z., 1998, *Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD*, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa.
- Mikołajewicz G., 2010a, *Siła fundamentalna przedsiębiorstwa i czynniki ją kształtujące. Ujęcie modelowe*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań.
- Mikołajewicz G., 2010b, *Wartość wewnętrzna a wartość rynkowa akcji*, [w:] *Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa*, red. J. Sobiech, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Wydawnictwo UEP, Poznań.
- Mikołajewicz G., 2011, *Informacje makroekonomiczne wykorzystywane w analizie fundamentalnej oraz ich źródła (na przykładzie Polski)*, [w:] *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, red.

- E. Urbańczyk, M. Romanowska, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, 686/47, Szczecin.
- Mikołajewicz G., 2014, *Siła fundamentalna przedsiębiorstwa a strategie value investing i growth investing*, [w:] *Narzędzia zarządzania finansami*, red. D. Zarzecki, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego: Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, 804/67, Szczecin.
- NBP, 2015, <http://www.nbp.pl> (26.01.2015).
- Nowicki J., 2010, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w sytuacji braku rozdziału funkcji zarządczych od właścicielskich*, praca doktorska, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań.
- Piech K., Szczodrowski G. (red.), 2002, *Przemiany i perspektywy polskiej gospodarki w procesie integracji z gospodarką światową*, Warszawa, <http://www.mikroekonomia.net/pl/library/87> (26.01.2015).
- PKZW, 2011, *Powszechne Krajowe Zasady Wyceny. Nota interpretacyjna nr 5. Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, PFSRM, http://pfsrm.pl/sites/default/files/NI_5.pdf (9.04.2014).
- Porter M.E., 2006a, *Przewaga konkurencyjna. Osiąganie i utrzymywanie lepszych wyników*, Wydawnictwo Helion, Gliwice.
- Porter M.E., 2006b, *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa.
- Rappaport A., 1999, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG Press, Warszawa.
- Ritchie J.C., 1997, *Analiza fundamentalna*, WIG Press, Warszawa.
- Skoczylas W. (red.), 2007, *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa.
- Strategor, 1999, *Zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa.
- Szablewski A., 2006, *Kapitał klienta*, [w:] *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewski, Poltext, Warszawa.
- Szablewski A., Pniewski K., Bartoszewicz B. (red.), 2008, *Value based management. Konceptje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa.
- Tarczyńska-Łuniewska M., 2013, *Metodologia oceny siły fundamentalnej spółek (gieldowych i pozagieldowych)*, ZAPOL, Szczecin.
- Tarczyński W., 2002, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa.
- Woźniak M.G., 2004, *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków.
- Yamarone R., 2006, *Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora*, Helion, Gliwice.

THE DETERMINANTS OF THE FUNDAMENTAL STRENGTH OF THE COMPANY

Summary: The aim of the article is to classify and systematise the determinants of the fundamental strength of the company. The article is based on critical analysis of the literature as well as on research methods such as analysis, synthesis, and comparison. The result of the article is the presentation of the sources and factors of the fundamental strength of the company as well as the model scheme of connections between them. The identification of the underlying factors (originating from the macroenvironment) and the derived factors (from microenvironment and within the entity) of company's fundamental strength are also worth noticing. The article includes also the guidelines for the identification of key fundamental strength factors (KFSF).

Keywords: fundamental strength of the company, intrinsic value, underlying factors, derived factors.