

Jacek Pera*

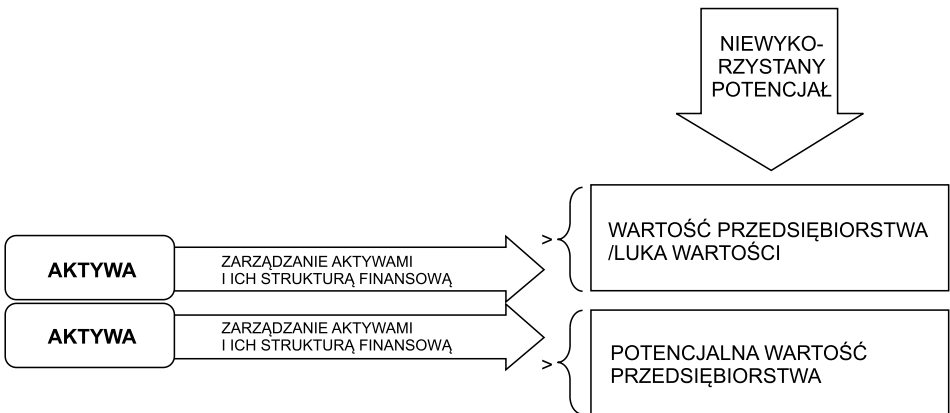
Pomiar wartości przedsiębiorstwa w warunkach niepewności i ryzyka

Wstęp

Poprzez maksymalizację wartości przedsiębiorstwa wzrasta bogactwo jego właścicieli. Aby taka sytuacja mogła zaistnieć, ważne jest odpowiednie zarządzanie ryzykiem w firmie.

Ryzyko jest potencjalnym, niepożądanym zdarzeniem, które może spowodować, że cele projektu inwestycyjnego nie zostaną osiągnięte. Odpowiednie zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie ma więc ogromny wpływ na jego wartość. Im większe ryzyko, tym większy koszt kapitału, a tym samym mniejsza wartość przedsiębiorstwa, która zależy od przyszłych przepływów pieniężnych oraz zaangażowanego kosztu kapitału. Przepływy są oczywiście obciążone ryzykiem, dlatego tak ważne jest, aby odpowiednio nimi zarządzać i uzyskać jak najmniejszą różnicę (tzw. lukę wartości) pomiędzy potencjalną i otrzymaną wartością przedsiębiorstwa. Zależność tą zaprezentowano na rysunku 1.

Rysunek 1. Luka wartości



Źródło: [Kukla, 2014, s. 2].

* Dr, Katedra Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, ul. Rakowicka 27, 31-510 Kraków, peraj@uek.krakow.pl

Warto także pamiętać, że dla ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstwa ważne jest, aby dążyć do osiągnięcia akceptowalnego poziomu ryzyka i aby było ono na bieżąco identyfikowane [Kukła, 2014, s. 2].

Celem opracowania jest prezentacja problemu tworzenia wartości przedsiębiorstwa w kontekście procesu zarządzania ryzykiem.

Opracowanie składa się z dwóch zasadniczych części: pierwsza prezentuje zagadnienie wartości przedsiębiorstwa w kontekście ryzyka i niepewności; część druga dotyczy analizy zarządzania ryzykiem w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa na przykładzie przedsiębiorstwa „ALFA” Sp. z o.o.

1. Wartość przedsiębiorstwa a ryzyko i niepewność

Jednym z podstawowych celów każdego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa¹.

Niektórzy autorzy, jak A.A. Berle czy M. Dood, uważają, że przedsiębiorstwo istnieje tylko po to, by powiększać bogactwo właścicieli [Brycz, 2005, s. 27].

Cel prowadzenia działalności gospodarczej wyjaśnia również teoria racjonalnych oczekiwań, według której inwestorzy zachowują się na rynku racjonalnie, dążąc do maksymalizacji własnych korzyści. Firma nie jest instytucją charytatywną i zasadniczym celem jest pomnażanie kapitału jej właścicieli, a następnie zaspokajanie wielu, często sprzecznych interesów interesariuszy [Dobiegała-Korona, Herman, 2006, s. 20].

Najogólniej mówiąc, ryzyko jest wskaźnikiem stanu lub zdarzenia, które może prowadzić do strat. Jest ono proporcjonalne do prawdopodobieństwa wystąpienia tego zdarzenia i do wielkości strat, które może spowodować [Ciszek, 2010, s. 264].

Niepewność występuje, gdy wszystkie zdarzenia są dopuszczalne, ale nie jest znane prawdopodobieństwo, które się z jego elementami wiąże. Nie jest też możliwe określenie prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia losowego.

¹ Kwestia celu przedsiębiorstwa jest jednym z najbardziej spornych problemów w teorii przedsiębiorstwa i teorii ekonomii. Według teorii neoklasycznej celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja zysku, zaś warunkiem maksymalizacji zysku zrównanie kosztów krańcowych z przychodem krańcowym. Jednak teoria neoklasyczna spotkała się z szeregiem zastrzeżeń. Posiada ona wiele teorii alternatywnych, np. menedżerskie teorie firmy czy teorie behawioralne. Teorie te jako nadrzędny cel przedsiębiorstwa stawiają sobie: maksymalizację sprzedaży, maksymalizację użyteczności dla menedżerów oraz maksymalizację wzrostu – powiększenie aktywów.

Źródłem niepewności jest nie losowość zdarzeń, ale fakt, że o wystąpieniu zdarzeń jednostkowych decyduje wiele czynników, z których tylko część jest znana i możliwa do uwzględnienia [Mises, 2007, s. 51]. Te, które można sparametryzować, powinny podlegać dalszej mitygacji. W przypadku drugiej grupy czynników – a więc tych, których sparametryzować nie można – należy dążyć do ich maksymalnego względnego oszacowania, po to, by pozostawić jak najmniejszą liczbę tych, które będą niemierzalne i które będą określać niepewność w wymiarze rynkowym (a więc takim, na który ma wpływ szeroko rozumiany rynek, z charakterem swojej zmienności). Im bardziej niepewność będzie oszacowana i sparametryzowana, tym mniejsze będzie generować ryzyko. Niepewność jest więc miarą ekspozycji na ryzyko. Precyzyjne określenie tej ekspozycji jest podstawą do dalszej mitygacji ryzyka.

Z uwagi na fakt – o czym już wspomniano wcześniej – że ryzyko występuje w działalności gospodarczej każdego przedsiębiorstwa – ważne jest, aby właściwie nim zarządzić. Od tego procesu zależą przyszłe straty, zyski i wartość wszystkich podmiotów na rynku.

Ryzyko jest funkcją niepewności, przy czym funkcja ta ma charakter zależności prostej: im większy zakres niepewności, tym większe ryzyko – i odwrotnie – w miarę zmniejszania się czynników nieokreślonych i niepewnych maleje również ryzyko. Wnioskować można zatem, że ryzyka nie ma tam, gdzie nie ma niepewności i gdzie nie zaangażowano jakiegoś kapitału. Oczywiście jest, że ryzyko wzrasta wraz z wielkością zaangażowanego kapitału. Należy również zauważyć, iż skoro głównym atrybutem ryzyka jest niepewność, to na wartość ryzyka zasadniczy wpływ będzie miał też czas. Oznacza to, że wraz z wydłużeniem horyzontu czasowego przewidywań będzie rosła ich niepewność. Ryzyko jest więc rezultatem niepewności [Olkiewicz, 2005, s. 19–20].

Istotny wpływ w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa ma m.in. odpowiednia polityka w zakresie zarządzania wartością oraz redukcja niepewności i ryzyka występującego w działalności (*daily business*) każdego przedsiębiorstwa.

Koncepcja zarządzania przez wartość polega na podporządkowaniu całokształtu zarządzania przedsiębiorstwem – poczynając od wyboru strategii, a kończąc na codziennych decyzjach operacyjnych podejmowanych na najniższych szczeblach zarządzania – długofalowemu celowi strategicznemu, tj. maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa.

Koncepcja ta wiąże elementy zarządzania finansami z elementami zarządzania strategicznego. Celem tego powiązania jest tworzenie wartości przedsiębiorstwa i uzyskanie dobrej pozycji konkurencyjnej [Siudak, 2001, s. 5].

Zarządzanie wartością to filozofia zarządzania przedsiębiorstwem, w myśl której działalność firmy i procesy zarządcze są skupione na maksymalizowaniu jego wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów [Szczepankowski, 2007, s. 20], poprzez podejmowanie takich decyzji strategicznych, operacyjnych i inwestycyjnych przedsiębiorstwa, które pomogą w osiągnięciu głównego celu firmy, czyli w podnoszeniu jej wartości. Maksymalizacja wartości oznacza konieczność maksymalizowania kapitałów przy generowaniu jak największych przepływów pieniężnych. Przedsiębiorstwo jest zdolne do zwiększania swojej wartości, jeżeli rentowność zainwestowanych środków przewyższa stopę kosztu kapitału. Zarządzanie wartością wymaga wprowadzenia do firmy kryteriów oceniających skuteczność rozwiązań, a także identyfikacji wszystkich czynników (ryzyk) mogących negatywnie wpływać na wzrost wartości. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest ogniwem łączącym strategię firmy z jej wynikami finansowymi [Waśniewski, 2011, s. 119]. Im większe będzie ryzyko działalności firmy, tym wyższą stopę dyskontową przyjmować będą inwestorzy oszacowujący wartość przedsiębiorstw.

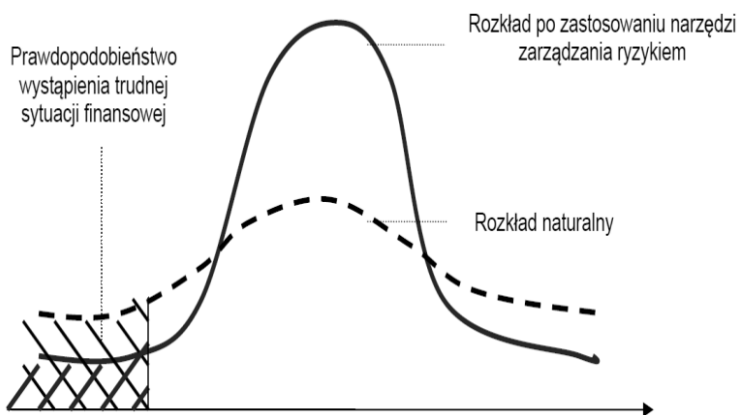
Każde przedsiębiorstwo funkcjonujące na rynku spotyka się z problemem niepewności i nieprzewidywalności zjawisk gospodarczych. Zjawiska niepewne występują w każdej dziedzinie działalności przedsiębiorstwa. Dlatego wydaje się niezwykle ważne odpowiednie podejście do tych zjawisk i przygotowanie się do ich ewentualnych skutków.

Zachowania przedsiębiorstw w warunkach ryzyka są uzależnione od rodzaju wykonywanej działalności czy doświadczeń przedsiębiorcy. Badania naukowe wykazały, że w warunkach niepewności mogą być podejmowane decyzje, które odbiegają od tych, jakie przewidują tradycyjne teorie ekonomiczne, ponieważ w dużym stopniu na te decyzje mają wpływ ludzie i ich doświadczenia z przeszłości [Olkiewicz, 2012, s. 551]. Wynika z tego, że najtrudniejsze decyzje w przedsiębiorstwie wiążą się z wyborem pomiędzy oczekiwanym zyskiem a ryzykiem. Zadaniem podejmujących decyzje dotyczące przyszłości w przedsiębiorstwie będzie wybór możliwości, która przy danych zyskach minimalizuje ryzyko lub

przy danym ryzyku maksymalizuje zyski. W obu przypadkach cel jest ten sam – maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa.

Zależność pomiędzy ryzykiem a wartością przedsiębiorstwa została zobrazowana na rysunku 2.

Rysunek 2. Zależność pomiędzy ryzykiem a wartością przedsiębiorstwa



Źródło: [Olkiewicz, 2012, s. 551].

Zarządzanie ryzykiem chroni i zwiększa wartość jednostki dla udziałowców, a co za tym idzie – wartość przedsiębiorstwa, gdyż przyczynia się do realizacji m.in. takich celów organizacji, jak: zapewnienie ram systemowych, pozwalających prowadzić działalność w sposób spójny i kontrolowany; usprawnienie procesu podejmowania decyzji, dzięki posiadanej wiedzy na temat zagrożeń i szans; efektywniejsze wykorzystanie oraz alokacja kapitału i zasobów, jakimi dysponuje; ochrona i budowanie majątku i wizerunku firmy.

Tradycyjnie dyskusja dotycząca zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach skupiona jest wokół kwestii związanej z tym, na ile proces zarządzania ryzykiem może przyczynić się do wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa. Nowym wątkiem w tej dyskusji jest pytanie, czy w sytuacji, w której wzrasta prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji kryzysowej, zmianie powinien ulec paradygmat zarządzania ryzykiem. Zdaniem części autorów, jest to uzasadnione wtedy, gdy istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że na skutek poważnych zburzeń na rynku finansowym przedsiębiorstwo będzie miało problemy finansowe. W takiej sy-

tuacji przedsiębiorstwa powinny podjąć działania w zakresie zarządzania ryzykiem, nawet gdy wprost nie prowadzi to do wzrostu ich wartości rynkowej. Skłonne byłyby płacić pewną cenę za zabezpieczenie się przed skrajnie niekorzystnymi zmianami cen na rynkach finansowych, których wystąpienie spowodowałoby znaczące kłopoty w ich funkcjonowaniu, traktując ograniczenie tego ryzyka jak typowe ubezpieczenie [Kaszuba-Perz, Perz, 2010, s. 61].

Wartość przedsiębiorstwa zależy od wartości realnych przepływów pieniężnych związanych z jego działalnością. Warunkiem osiągnięcia wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest zwiększenie jego przepływów finansowych lub zmniejszenie stopy dyskontowej. Te dwa czynniki są narażone na zmienność wynikającą z niepewności gospodarowania, w konsekwencji ryzyko. Prawdopodobieństwo narażenia przedsiębiorstwa na trudną sytuację finansową i wynikające stąd koszty można ograniczyć poprzez zarządzanie ryzykiem [Olkiewicz, 2012, s. 551].

Eliminacja ryzyka w procesie tworzenia wartości będzie polegać na uzyskaniu przez spółkę zwrotu z zainwestowanego kapitału na poziomie wyższym od kosztu kapitału zainwestowanego w przedsiębiorstwo. Sytuacja taka jest możliwa, gdy przedsiębiorstwo jest w stanie sprzedawać klientom wyroby i usługi po cenie, która zapewnia uzyskanie dodatniego zwrotu na zainwestowanym kapitale.

Utrzymanie wytworzonej wartości polega na niedopuszczeniu do obniżenia stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału poniżej kosztu kapitału, czyli utrzymania uzyskanego poziomu wartości [Pasionek, 2014, s. 8].

Ograniczenie lub częściową eliminację ryzyka w procesie tworzenia wartości przedsiębiorstwa można również osiągnąć poprzez [Pasionek, 2014, s. 9]:

1. Zwiększenie przepływów pieniężnych z posiadanych aktywów, które może być zrealizowane poprzez oszczędności w wydatkach inwestycyjnych i na kapitał obrotowy oraz efektywniejsze wykorzystanie posiadanych aktywów.
2. Podwyższenie planowanej stopy wzrostu przepływów pieniężnych, które można zrealizować, poprawiając stopę zwrotu z zaangażowanego kapitału.
3. Obniżenie kosztu kapitału, które można zrealizować, redukując ryzyko operacyjne oraz zmieniając źródła i strukturę finansowania.

4. Wydłużanie okresu wzrostu, czyli okresu, w którym stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału jest wyższa od kosztu kapitału.
5. Krótkoterminowe decyzje dotyczące wolnej gotówki oraz operacyjne decyzje dotyczące warunków sprzedaży, w tym marży, terminu płatności i inne.
6. Kontrolowanie decyzji o stosowaniu dźwigni operacyjnej lub finansowej, wolnych strumieniach pieniężnych, inwestycjach itp.

Na rysunku 3 przedstawiono główne źródła wartości firmy, w kontekście ryzyka i niepewności. Mitygacja tych czynników w znacznym stopniu przyczynia się do stabilizacji w zakresie wzrostu wartości.

Rysunek 3. Źródła wartości firmy a ryzyko i niepewność



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Pasionek, 2014, s. 9].

W tabelicy 1 zestawione zostały przykładowe działania (lista takich działań, z uwagi na specyfikę przedsiębiorstwa, branży i rynku, jest inna dla każdego z nich) zmierzające do generowania wartości, ale równocześnie mitygujące potencjalne ryzyka, które wystąpią w momencie zaniechania tych działań.

Tablica 1. Przykładowe działania generujące wartość i mitygujące ryzyko

1. Koszt kapitału
<ul style="list-style-type: none"> • Zwiększyć świadomość znaczenia kosztu kapitału wśród kierownictwa • Kalkulować optymalną dźwignię finansową • Obliczyć koszt kapitału dla swojego sektora • Rozważyć zakup własnych akcji i sprzedaż działalności ubocznej
2. Stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży
<ul style="list-style-type: none"> • Zapewnić rentowny wzrost sprzedaży • Wejść na nowy rynek • Wprowadzić nowe produkty • Globalizować działalność • Opracować programy lojalnościowe dla klientów • Oferować korzystne ceny w nowych punktach dystrybucyjnych • Opracować skoncentrowaną reklamę opartą na zróżnicowaniu
3. Okres trwania przewagi konkurencyjnej
<ul style="list-style-type: none"> • Poprawić stosunki z inwestorami (trwałe i przewidywalne wyniki finansowe) • Poprawić przekazywanie informacji w zakresie przepływów pieniężnych jednostek przedsiębiorstwa • Opracować system motywacyjny dla kierownictwa związany z wartością • Stworzyć sytuację, w której wszyscy pracownicy dążą do sukcesu finansowego
4. Stopa zysku operacyjnego
<ul style="list-style-type: none"> • Zredukować koszty, zlecając outsourcing • Scentralizować funkcje finansowe (podatkowe, skarbowe) • Wprowadzić reengineering (opieka nad klientem, kalkulacja kosztów działań, tworzenie magazynów danych)
5. Stopa podatku dochodowego płaconego w gotówce
<ul style="list-style-type: none"> • Rozważyć strukturę międzynarodowego holdingu • Wykorzystać własność intelektualną i markę produktów • Planować w zakresie ceł i cen w obrocie wewnętrznym • Minimalizować podatki zagraniczne i zaliczki na podatek dochodowy
6. Inwestycje w aktywa trwałe
<ul style="list-style-type: none"> • Opracować analizy wykorzystania kapitału i technik finansowania przedsięwzięć • Rozważać decyzje typu zakup czy leasing • Opracować system zarządzania środkami pieniężnymi i ryzykiem

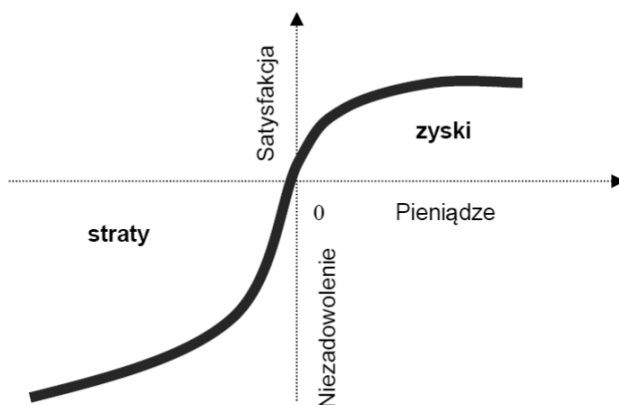
7. Inwestycje w aktywa obrotowe

- Wprowadzić okresowe przeglądy
- Udoskonalać zarządzanie należnościami
- Wprowadzić systemy zarządzania łańcuchami dostaw oraz metodę „just in time”

Źródło: [Nita, 2007, s. 48].

W procesie tworzenia wartości, z uwzględnieniem ryzyka i niepewności, istotną rolę odgrywa teoria perspektywy. W warunkach niepewności mogą być podejmowane decyzje, które odbiegają od tych, jakie przewidują tradycyjne teorie ekonomiczne. Oznacza to, że na ograniczanie ryzyka w przedsiębiorstwie mają wpływ ludzie i ich indywidualne podejścia do problemu, a więc również ich doświadczenia z przeszłości i pamięć o poszczególnych zdarzeniach. Na rysunku 4 pokazano zależność pomiędzy zyskami i stratami a satysfakcją i niezadowoleniem. Podejmujący decyzje biznesowe stają się coraz mniej wrażliwi zarówno na wzrost strat, jak i zwiększanie zysków.

Rysunek 4. Teoria perspektywy według Tverskiego–Kahnemana

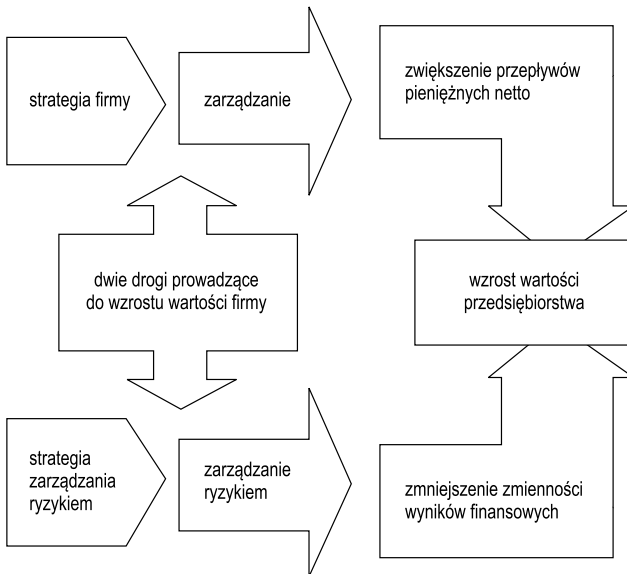


Źródło: [Olkiewicz, 2012, s. 551].

Wykres strat jest bardziej stromy niż wykres zysków, co oznacza, że bardziej „boli” strata, niż „cieszy” zysk. W związku z tym podejmujący decyzję dotkniętą ryzykiem będzie lepiej pamiętał sytuacje, w których stracił, niż te, które przyniosły zyski [Olkiewicz, 2012, s. 570].

Zarządzanie ryzykiem może przyczynić się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa. Aby tak się stało, konieczne do spełnia są pewne warunki. Zgodnie z dochodową formułą wyceny przedsiębiorstwa wzrost wartości przedsiębiorstwa można uzyskać, zwiększając wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto generowanych przez przedsiębiorstwo lub obniżając średni ważony koszt kapitału. Zwiększenie wartości przepływów pieniężnych netto jest zazwyczaj jednym z celów przyjętych w strategii firmy. W procesie zarządzania podejmowane są takie działania w zakresie planowania, organizowania, motywowania i kontroli, aby realizacja tego celu stała się możliwa. Wysokość średniego ważonego kosztu kapitału odzwierciedla m.in. stopień ryzyka, jakim charakteryzuje się działalność danego przedsiębiorstwa. Zależy ono w znacznym stopniu od zmienności wyników finansowych przedsiębiorstwa, dlatego zmniejszenie zmienności wyników finansowych powinno skutkować spadkiem stopy dyskontowej. Na rysunku 5 zaprezentowano dwie drogi prowadzące do wzrostu wartości przedsiębiorstwa uwzględniające ryzyko.

Rysunek 5. Dwie drogi wzrostu wartości przedsiębiorstwa



Źródło: [Kaszuba-Perz, Perz, 2010, s. 60].

Aby zarządzanie ryzykiem spowodowało wzrost wartości przedsiębiorstwa, trzeba doprowadzić do wzrostu przepływów pieniężnych netto lub do spadku średniego ważonego kosztu kapitału w przedsiębiorstwie.

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa – jak już wcześniej wspomniano – jest coraz częściej głównym celem jego działalności. Badanie wartości jest trudnym zadaniem, ponieważ nie ma jednej, ogólnie przyjętej metody jej pomiaru, choć wielu badaczy twierdzi, że niektóre metody dają poprawne wyniki. Ocena efektywności zarządzania wartością wymaga wskazania czynników wpływających na wartość oraz stworzenia miar oceny siły i jakości tych procesów. Z punktu widzenia ryzyka i omawianego tematu dalszej analizie poddano koszt kapitału, jako jedno z ważniejszych zagadnień związanych z wartością przedsiębiorstwa. Koszt kapitału pozwala na ocenę długoterminowych wyników spółki i porównanie ich z wartościami oczekiwanymi przez inwestorów. Jest to wielkość oczekiwanej stopy zwrotu, którą inwestorzy oczekują od danej firmy po uwzględnieniu specyficznego dla danego przedsiębiorstwa ryzyka w zamian za udostępnione im kapitały. Koszt kapitału jest kategorią szeroko wykorzystywaną, zarówno w analizie wyników, jak i wycenie wartości oraz badaniu opłacalności potencjalnych inwestycji. W praktyce wykorzystywany jest jako stopa dyskontowa do wyliczania bieżącej wartości przyszłych przepływów pieniężnych, jako stopa minimalnego zwrotu z potencjalnej inwestycji czy w procesach wyceny metodami dochodowymi.

W życiu gospodarczym stosuje się dwa ujęcia kosztu kapitału z punktu widzenia ryzyka [Waśniewski, 2011, s. 126]:

- 1) stopa zwrotu oczekiwana przez inwestorów – zazwyczaj obliczana jako suma stopy wolnej od ryzyka i premii za ryzyko;
- 2) koszt kapitału własnego – oczekiwana przez inwestorów stopa zwrotu, obliczana jako suma stopy wolnej od ryzyka, premii za ryzyko przedsiębiorstwa i premii za ryzyko finansowe.

Koszt kapitału własnego można wyliczyć metodą stopy zwrotu wolnej od ryzyka powiększonej o premię za ryzyko, powiązanej z koncepcją alternatywnej stopy zwrotu, za pomocą poniższego wzoru [Waśniewski, 2011, s. 126]:

$$r^E = R_f \times R_p \quad (1)$$

gdzie:

r^E – koszt kapitału własnego,

R_f – stopa zwrotu wolna od ryzyka,

R_p – stopa premii za ryzyko.

W obliczaniu kosztu kapitału pomocny jest również średni ważony koszt kapitału (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*)² – wskaźnik finansowy, informujący o przeciętnym koszcie względnym kapitału zaangażowanego w finansowanie inwestycji przez przedsiębiorstwo.

Podjęmowane przez przedsiębiorstwa projekty inwestycyjne mogą być finansowane z wielu źródeł, np.:

- niepodzielone zyski,
- emisja akcji,
- dług.

Udział poszczególnych składników kapitału w finansowaniu inwestycji może być zróżnicowany. Jednocześnie użycie każdego z tych składników wiąże się z poniesieniem określonego kosztu, np. zapłatą odsetek od kredytu lub wypłaceniem dywidendy z akcji.

Średni ważony koszt kapitału uwzględnia zróżnicowanie struktury finansowania inwestycji oraz zróżnicowane koszty poszczególnych składników kapitałowych i wskazuje, jaki przeciętny koszt względny ponosi przedsiębiorstwo, angażując dany kapitał. Jest średnią ważoną kosztów składników kapitału finansującego inwestycję i dany jest wzorem:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i K_i \quad (2)$$

gdzie:

$WACC$ – średni ważony koszt kapitału,

K_i – koszt i -tego składnika kapitału,

W_i – udział i -tego składnika kapitału w źródłach finansowania,

n – liczba składników kapitału.

Kwestia wzrostu wartości firmy – obok zdolności jej pomiaru – to również kompetencje i umiejętności w zakresie jej tworzenia. Sam pomiar nie tworzy wartości, to organizacja firmy, jej strategia, systemy zarządcze, zasoby, zarządzanie ryzykiem a w szczególności kapitał ludzki powinny być odpowiednio ukierunkowane i sprzęgnięte z filozofią i zasadami zarządzania przez wartość.

² Na jego wielkość wpływają koszty kapitałów własnych i obcych, a także struktura kapitałowa, wykorzystywana do ustalenia wag obu kosztów w wielkości WACC.

2. Zarządzanie ryzykiem w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa w ujęciu scenariuszowym – na przykładzie przedsiębiorstwa „ALFA” Sp. z o.o.

Wpływ i znaczenie zarządzania ryzykiem w procesie tworzenia wartości zobrazowano na przykładzie przedsiębiorstwa „ALFA”, działającego w branży oświetleniowej. Analizowane przedsiębiorstwo w swoim rocznym sprawozdaniu finansowym wymienia dwie grupy czynników ryzyka, na jakie narażona jest firma w procesie tworzenia wartości. Są to: czynniki związane z otoczeniem i działalnością przedsiębiorstwa (czynniki te są generyczne w działalności każdej firmy).

Czynniki związane z otoczeniem to m.in. ryzyko zmiany przepisów prawa, walutowe, zmiany stóp procentowych oraz związane z rosnącym znaczeniem alternatywnych mediów.

Druga grupa to czynniki związane z działalnością przedsiębiorstwa. Są to m.in. ryzyka związane z relatywnie niskimi marżami operacyjnymi, zmianami cen surowców, energii i produktów, zakłóceń procesu produkcyjnego, związanymi z zadłużeniem i z inwestycjami, oraz ryzyka związane z konsolidacją i płynnością głównych klientów.

Jedną z wielu możliwych metod pomiarów ryzyka stosowanych przez przedsiębiorstwa jest analiza scenariuszowa. Metoda ta pozwala określić poziom ryzyka i jego wpływ na wartość firmy (w myśl zasady, że wysokość oszacowanego ryzyka określa wartość firmy). W celu przeprowadzenia takiej analizy dokonuje się prognozy kształtowania się czynników wpływających na obecną wartość netto inwestycji w sytuacji przyszłych możliwości rozwoju. Metodologicznie wykorzystuje się w niej stworzenie trzech scenariuszy: bazowego, optymistycznego i pesymistycznego [Okrzejska, 2014, s. 3].

W niniejszym przykładzie analizie³ poddano dwa parametry: przychody ze sprzedaży (obejmują wartość, którą stanowi suma iloczynów ilości sprzedanych wyrobów, towarów, robót lub usług oraz właściwej dla nich jednostkowej ceny sprzedaży) oraz kapitał pracujący netto (kapitał obrotowy netto, część kapitałów stałych przedsiębiorstwa, która finansuje aktywa obrotowe a nie finansuje aktywów trwałych: KON =

³ Dla potrzeb analizy przyjęto dodatkowo następujące założenia: dane rzeczywiste zostały pozyskane ze standardowych sprawozdań finansowych przedsiębiorstwa „ALFA” Sp. z o.o. (bilans, rachunek zysków i strat, cash flow) za okres 2011–2013; przedsiębiorstwo nie dokonywało w analizowanym okresie żadnych inwestycji; do analizy nie włączono kosztów pośrednich i pozostałych przychodów operacyjnych.

KAPITAŁ STAŁY – AKTYWA TRWAŁE). Wybór tych parametrów poddyktowany został stopniem ich niezależności od decyzji przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo – niezależnie od prowadzonej swojej statutowej działalności – nie będzie miało wpływu na ich wielkość i zakres. Podejście takie jest uzasadnione tym bardziej, że przychody ze sprzedaży są wynikiem w pierwszej kolejności ilościowej zmiany poziomu sprzedaży, co ma bezpośredni wpływ na zmiany w kapitale pracującym netto. Istotną rolę będzie tu zatem odgrywał rynek i osiągnięty wolumen sprzedaży. Można więc założyć wprost proporcjonalny stosunek zmian tych parametrów w rzeczywistości.

Poniżej przeprowadzono analizę ryzyka w przedsiębiorstwie „ALFA” Sp. z o.o. Za pomocą scenariuszy decyzyjnych zostanie wyliczona wartość bieżąca netto NPV oraz wewnętrzna stopa zwrotu z inwestycji IRR. Scenariusz bazowy opiera się na założeniach, że średni ważony koszt kapitału WACC wynosi 10%, a nakłady początkowe – 1 mln zł. W wyniku obliczeń wartość NPV wyniosła 5 454 112 zł, a IRR – 14%. Obliczenia dla scenariusza bazowego przedstawia tablica 2.

Tablica 2. Wskaźniki dla scenariusza bazowego

Wskaźniki	2011	2012	2013
CR	4 231 987	4 675 444	5 676 454
CE	4 786 435	5 767 565	4 123 000
NCE	7 566 711	5 898 654	5 843 123
EBIT	3 909 000	5 565 432	5 832 090
NOPAT	4 571 342	6 7876 45	4 454 324
NWC	1 680 000	2 565 231	3 342 111
FCF	1 234 566	2 555 689	2 113 454
-NCE	3 456 777	4 564 231	4 667 899

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 3 zawiera obliczenia dla scenariusza optymistycznego dla następujących założeń:

- średni ważony koszt kapitału WACC wynosi 10%,
- wzrost przychodów ze sprzedaży o 1%,
- wzrost kapitału obrotowego netto o 1%.

Przy takich założeniach wartość NPV wyniosła 8 967 401 zł, a IRR – 34%.

Tablica 3. Wskaźniki dla scenariusza optymistycznego

Wskaźniki	2011	2012	2013
CR	7 565 666	9 898 675	11 123 321
CE	6 565 342	7 899 00	8 564 123
NCE	5 675 435	7 564 344	8 999 898
EBIT	6 787 888	7 566 555	8 666 666
NOPAT	7 8889 600	11 564 342	10 878 000
NWC	6 787 777	7 656 777	8 665 566
FCF	9 990 001	8 767 567	9 000 021
-NCE	5 656 765	5 676 000	5 900 000

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 4 zawiera obliczenia dla scenariusza pesymistycznego dla następujących założeń:

- średni ważony koszt kapitału WACC wynosi 10%,
- spadek przychodów ze sprzedaży o 1%,
- spadek kapitału obrotowego netto o 1%.

Przy takich założeniach wartość NPV wyniosła 11 808 900 zł.

Tablica 4. Wskaźniki dla scenariusza pesymistycznego

Wskaźniki	2011	2012	2013
CR	1 234 564	1 565 432	1 456 00
CE	456 766	565 777	677 001
NCE	234 564	567 900	800 000
EBIT	1 453 788	1 009 767	1 000 000
NOPAT	989 800	567 899	900 451
NWC	234 543	201 100	200 000
FCF	454 767	455 342	421 123
-NCE	323 564	333 212	301 223

Źródło: Opracowanie własne.

Tablica 5 podsumowuje wyniki dotyczące analizy wartości NPV i IRR dla przedstawionych w tablicach 2–4 scenariuszy decyzyjnych.

Tablica 5. Wynik analizy scenariuszy

Scenariusz	Wynik analizy
Bazowy	Następuje wzrost zamożności inwestora, wynikający z realizacji inwestycji. NPV i IRR na założonym poziomie.
Optymistyczny	Następuje znaczny wzrost wartości NPV i IRR. Realizacja założeń tego scenariusza będzie bardzo korzystna i opłacalna dla przedsiębiorstwa. $NPV > 0$ i $IRR > 0$.
Pesymistyczny	Następuje znaczny spadek wartości NPV i IRR. Realizacja założeń tego scenariusza będzie bardzo niekorzystna i nieopłacalna dla przedsiębiorstwa. $NPV < 0$ i $IRR < 0$.

Źródło: Opracowanie własne.

W wyniku przeprowadzonej analizy ryzyka w przedsiębiorstwie „ALFA” Sp. z o.o. za pomocą scenariuszy decyzyjnych i wyliczeniach wartości bieżącej netto NPV oraz wewnętrznej stopy zwrotu z inwestycji IRR – najkorzystniejsza dla badanej firmy jest realizacja scenariusza optymistycznego (tablica 3), w przypadku którego wartość NPV jest zdecydowanie najwyższa, a IRR jest wyższa od kosztu kapitału.

Zakończenie

Skuteczne zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie jest jednym z czynników determinujących wynik finansowy firmy oraz wpływających na badania przyszłych możliwości osiągnięcia wzrostu jej wartości.

Przedsiębiorstwo, które chce istnieć i mieć zdolność do pozyskiwania kapitału, musi dbać o wzrost swojej wartości. Przemawiają za tym następujące argumenty:

- 1) powiększanie wartości przedsiębiorstwa jest ekonomicznym sensem istnienia przedsiębiorstwa, gdyż oznacza, że można pokryć koszt obsługi wszystkich źródeł finansowania;
- 2) przedsiębiorstwa, które zwiększają swoją wartość, dobrze wykorzystują powierzone im zasoby;
- 3) przedsiębiorstwa, które w dłuższej perspektywie nie zwiększają swojej wartości i nie rokują na zmianę tej sytuacji, marnotrawią powie-

rzony im zasoby (nie zapewniają odpowiedniego zwrotu z zainwestowanego kapitału, a w skrajnych przypadkach zmniejszają wartość zainwestowanego kapitału) – w konsekwencji czeka ich likwidacja lub upadłość;

- 4) przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość są mniej podatne na przejęcia, gdyż lepiej wykorzystują swój potencjał w zakresie kreowania wartości, w związku z czym premia za przejęcie, jeśli wystąpi, będzie minimalna (głównie dotyczy to przedsiębiorstw giełdowych);
- 5) przedsiębiorstwa zwiększające swoją wartość i wynagradzające właścicieli za powierzony im kapitał mogą łatwiej i taniej pozyskać dodatkowy kapitał na rozwój, zarówno od właścicieli, jak i wierzycieli [Szymański, 2014, s. 29].

Literatura

1. Brycz B. (2005), *Planowanie strategiczne a wartość dla właścicieli*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 406, Wydawnictwo Kreos, Szczecin.
2. Ciszek K. (2010), *Zarządzanie ryzykiem na rynku węgla w Polsce – wybrane problemy*, Nauka i Gospodarka, Kraków.
3. Dobiegała-Korona B., Herman A. (2006), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa.
4. Kaszuba-Perz A., Perz P. (2010), *Rola zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie w obliczu wzrostu zewnętrznych czynników ryzyka*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”, Vol. 6, No. 2.
5. Kukła M. (2014), *Zarządzanie ryzykiem w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa na przykładzie firmy z branży leśnej*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław, <http://ssrn.com/abstract=2247723>, dostęp dnia 15.06.2014.
6. Mises L. (2007), *Ludzkie działanie*, Fundacja Instytut Ludwika von Misesa, Warszawa.
7. Nita B. (2007), *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa.
8. Okrzejska K. (2014), *Zarządzanie ryzykiem w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa na przykładzie firmy z branży papierniczej*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław, <http://ssrn.com/abstract=2250743>, dostęp dnia 15.06.2014.
9. Olkiewicz A.M. (2005), *Ograniczanie niepewności i ryzyka w działalności handlowej firmy*, Poltext, Warszawa.

10. Olkiewicz A.M., (2012), *Ryzyko i jego wpływ na decyzje przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 737.
11. Pasonek R. (2014), *Istota zarządzania przez wartość*, Sztuka Zarządzania nr 49, Polish Open University, Warszawa.
12. Siudak M. (2001), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, OWPW, Warszawa.
13. Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
14. Szymański P. (2014), *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wrocław, <http://zbc.uz.zgora.pl>, dostęp dnia 15.06.2014.
15. Waśniewski P. (2011), *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jako narzędzie sterowania jego działalnością*, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 21, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.

Streszczenie

Zarządzanie wartością to filozofia zarządzania przedsiębiorstwem, w myśl której działalność firmy i procesy zarządcze są skupione na maksymalizowaniu jego wartości z punktu widzenia interesów właścicieli i zaangażowanych przez nich kapitałów.

Poprzez maksymalizację wartości przedsiębiorstwa wzrasta bogactwo jego właścicieli. Aby taka sytuacja mogła zaistnieć, ważne jest odpowiednie zarządzanie ryzykiem w firmie. Ryzyko jest potencjalnym, niepożądanym zdarzeniem, które może spowodować, że cele projektu inwestycyjnego nie zostaną osiągnięte. Odpowiednie zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie ma więc ogromny wpływ na jego wartość. Im większe ryzyko, tym większy koszt kapitału, a tym samym mniejsza wartość przedsiębiorstwa. Efektywne zarządzanie ryzykiem w firmie pozwala skutecznie zarządzać wartością firmy, co w długim okresie przyczynia się do zaspokojenia potrzeb wszystkich interesariuszy firmy.

Słowa kluczowe

wartość, ryzyko, bogactwo, interesariusz, koszt

Creation of the enterprise value under uncertainty and risk (Summary)

Value management is a philosophy of management, according to which the company's operations and management processes are focused on maximizing the value from the point of view of the interests involved owners and their capitals.

By maximizing the value of the company increases the wealth of its owners. To such a situation could arise it is important to risk management company. The

risk is a potential adverse event that may cause the investment project objectives will not be achieved. Suitable for management enterprise risk is therefore a huge impact on his value. The greater the risk, the higher the cost of capital, and thereby lower the value of the company. Effective risk management in the company can effectively manage the value of the company, which in the long run contribute to meet the needs of all stakeholders of the company.

Keywords

value, risk, wealth, stakeholder, cost