

Mariusz Chmielewski*
Piotr Nowak**

Wykorzystanie finansowych generatorów wartości w spółkach Skarbu Państwa w obliczu zmian zasad wynagradzania zarządów na przykładzie polskich portów morskich

Wstęp

Podnoszenie wartości przedsiębiorstwa jest jednym z podstawowych celów prowadzenia działalności gospodarczej. Maksymalizacja wartości dla właścicieli oraz uwzględnianie interesów różnych grup interesariuszy następuje poprzez identyfikację, a następnie kształtowanie parametrów, które oddziałują na wartość danego podmiotu. Parametry te nazywane są stymulatorami, nośnikami lub generatorami wartości danego podmiotu. Wzrost wartości podmiotu następuje poprzez zastosowanie odpowiedniej strategii, przekładającej się na uzyskiwane przez organizację wyniki finansowe oraz wpływającej na jej wartość. Stopień realizacji przez zarząd przedsiębiorstwa strategii może i powinien być oceniany z uwzględnieniem przyrostu wartości podmiotu. Koncepcja zarządzania wartością wykorzystywana jest między innymi do konstrukcji systemów wynagradzania zarządów spółek. W połowie 2016 r. opracowane zostały w Polsce zasady kształtowania wynagrodzeń osób kierujących spółkami Skarbu Państwa, w których jako element oceny pracy zarządów tego typu spółek zaproponowano wybrane finansowe cele zarządcze. Stopień realizacji tych celów decyduje o poziomie wynagrodzenia uzupełniającego za rok obrotowy.

Celem niniejszego artykułu jest analiza możliwości wykorzystania wybranych finansowych generatorów wartości do oceny przyrostu wartości przedsiębiorstwa realizującego cele publiczne na podstawie generatorów wartości zidentyfikowanych w polskich portach morskich. W pierwszej kolejności przeanalizowano finansowe generatory wartości, na podstawie których oceniana może być realizacja strategii podmiotu. Poddane analizie podmioty – największe polskie porty morskie – są kluczowymi elementami infrastruktury transportowej kraju. Gospodarka morska w Polsce jest znaczącym elementem życia gospodarczego, a porty morskie generują obecnie około 6% całości przychodów budżetowych. Polskie porty morskie

* Dr, Katedra Ekonomiki Przedsiębiorstw, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, mapich@wp.pl

** Mgr, Zarząd Morskiego Portu Handlowego Gdynia SA, p.nowak@port.gdynia.pl

od 2012 r. odnotowują coroczne wzrosty przeładunków – w tym okresie nastąpił w nich ponad 23% wzrost tonażu przeładowanych towarów. Niewątpliwie takie wyniki po stronie aktywności gospodarczej powinny znaleźć odzwierciedlenie we wzroście wartości tych podmiotów.

1. System kształtowania wynagrodzeń osób kierujących spółkami Skarbu Państwa

Ustawa regulująca zasady wynagradzania osób kierujących niektórymi spółkami uchwalona została 9 czerwca 2016 r. i ma zastosowanie dla członków organów nadzorczych, członków organów nadzorczych wskazanych do wykonywania praw udziałowych oraz członków organów zarządzających. Ustawa weszła w życie 9 września 2016 r. Reguluje ona sposób wykonywania uprawnień z akcji przysługujących czterem rodzajom jednostek: Skarbowi Państwa, jednostkom samorządu terytorialnego lub ich związkom, państwowym osobom prawnym oraz komunalnym jednostkom prawnym [ustawa, 2016, art. 1]. Zgodnie z ustawą struktura płac osób zarządzających tego typu podmiotami składa się z dwóch elementów: wynagrodzenia podstawowego oraz uzupełniającego, stanowiącego w istocie roczną premię za rok obrotowy uzależnioną od spełnienia określonych warunków (celów zarządczych) [ustawa, 2016, art. 4]. W zakresie stosunku prawnego dotyczącego pełnienia funkcji przez członka organu zarządzającego nowa ustawa wprowadza model jego nawiązywania, wskazując na powinność zawierania z takimi osobami wyłącznie umów o świadczenie usług zarządzania, czyli umów cywilnoprawnych. Docelowe warunki zatrudnienia członka zarządu zostają określone w pierwszej kolejności w uchwałach walnych zgromadzeń w sprawie wynagrodzeń, w których określona zostaje zarówno część stała wynagrodzenia, jak i zasady wyznaczania części zmiennej, określonej w oparciu o stopień realizacji celów zarządczych. Ustawa proponuje cały szereg celów zarządczych dla zarządu spółki, w szczególności są to:

- wzrost zysku netto lub zysku przed pomniejszeniem o odsetki, podatki i amortyzację, dodatnia zmiana tempa wzrostu tych parametrów,
- osiągnięcie lub zmiana wielkości produkcji lub sprzedaży,
- wartość przychodów ze sprzedaży, z działalności operacyjnej, pozostałej działalności operacyjnej lub finansowej,
- zmniejszenie strat, obniżenie kosztów zarządu lub kosztów prowadzonej działalności,
- realizacja strategii lub planu restrukturyzacji,

- osiągnięcie albo zmiana określonych wskaźników, w szczególności rentowności, płynności finansowej, efektywności zarządzania lub wypłacalności,
- realizacja inwestycji z uwzględnieniem w szczególności skali, stopy zwrotu, innowacyjności, terminowości realizacji,
- zmiana pozycji rynkowej spółki liczonej jako udział w rynku lub innych kryteriów lub relacji z kontrahentami oznaczonymi jako kluczowi według określonych kryteriów,
- realizacja prowadzonej polityki kadrowej i wzrost zaangażowania pracowników [ustawa, 2016, art. 4 pkt 6].

Ustawa wskazuje na bardzo szeroki zakres narzędzi możliwych do wykorzystania do oceny pracy zarządu spółki Skarbu Państwa. Wśród propozycji są zarówno parametry precyzyjnie wskazane, jak również propozycje parametrów, dla których muszą być opracowane sposoby ich pomiaru w danym podmiocie. Na podstawie propozycji zaproponowanych w ustawie poszczególne spółki przygotowały własne cele zarządcze. Cele te uzależnione są niewątpliwie od strategii realizowanej przez daną spółkę oraz specyfikę branży, w której działa. Poszczególne spółki zaproponowały cały szereg celów premiowych dla zarządów. W tablicy 1 przedstawiono wybrane cele, które zostały upublicznione w literaturze.

Tablica 1. Cele zarządcze wybranych spółek Skarbu Państwa

Nazwa spółki	Cele zarządcze
JSW	<ul style="list-style-type: none"> – realizacja określonego poziomu EBITDA Grupy Kapitałowej, – realizacja projektów inwestycyjnych wynikających z programu restrukturyzacji, – realizacja określonego poziomu i struktury produkcji węgla, – zwiększenie wydajności na jednego zatrudnionego w spółce, – wykonanie wskaźnika <i>mining cash cost</i> na określonym poziomie.
LOTOS	<ul style="list-style-type: none"> – wzrost EBITDA LIFO, – poprawa efektywności kosztowej, – realizacja projektów strategicznych zgodnie z przyjętym budżetem i harmonogramem inwestycji, – dotrzymanie określonych wskaźników poziomu zadłużenia.

Nazwa spółki	Cele zarządcze
PGNIG	<ul style="list-style-type: none"> – wypracowanie skonsolidowanego wyniku EBITDA w Grupie Kapitałowej, – liczba pozyskanych nowych klientów, – realizacja strategii Grupy Kapitałowej, – terminowa realizacja projektów inwestycyjnych, – coroczne odtworzenie krajowych zasobów gazu ziemnego i ropy naftowej.
PKO BP	<ul style="list-style-type: none"> – osiągnięcie odpowiedniego poziomu wyniku finansowego netto, – osiągnięcie ustalonego poziomu wskaźników ekonomiczno-finansowych: – C/I, ROE, udziału należności z rozpoznaną utratą wartości w portfelu kredytowym, marży odsetkowej, wskaźnika zadowolenia klientów, – realizacja strategii Banku oraz Grupy Kapitałowej Banku, – utrzymanie pozycji rynkowej Banku.

Źródło: [<https://wynagrodzenia.pl/artukul/kto-zyska-a-kto-starci-wynagrodzenia-czlonkow-zarzadow-wedlug-nowej-ustawy-kominowej>, dostęp: 10.08.2017].

Dla niemal wszystkich podmiotów ocena stopnia realizacji mierzalnych efektów finansowych opiera się na różnych rodzajach zysku netto i zysku operacyjnego. Ponieważ zysk operacyjny oraz zysk netto odzwierciedlają jedynie realizację celów krótkookresowych przedsiębiorstwa, taka metodologia oceny osiągnięć podmiotu skupia się głównie na realizacji celów doraźnych. Z uwagi na potrzebę uwzględnienia w ocenie pracy zarządu również działań długookresowych, należałoby zwrócić uwagę na parametry finansowe mające wpływ na cel długookresowy, jakim niewątpliwie jest długofalowy wzrost wartości podmiotu. W ramach takiego podejścia należy zidentyfikować stymulatory wartości podmiotu, które mają bezpośredni wpływ na wartość podmiotu gospodarczego.

2. Stymulatory wartości przedsiębiorstwa

W literaturze ekonomicznej można znaleźć wiele klasyfikacji czynników, które wpływają na wartość podmiotu gospodarczego. Pojęcie wartości występuje w różnych dziedzinach nauki i jest tam w różnorodny sposób definiowane. Biorąc pod uwagę jedynie ekonomię, występuje cały szereg sposobów definiowania pojęcia wartości, w tym wartości przedsiębiorstwa. W zależności od perspektywy rozpatrywania pojęcia wartości przedsiębiorstwa możemy spotkać podział na perspektywę wewnętrzną oraz perspektywę zewnętrzną [Rojek, 2011, s. 616]. W przypadku perspektywy wewnętrznej zainteresowani jesteśmy głównie wartością zgromadzonych w przedsiębiorstwie wszelkich zasobów (materialnych i niematerialnych).

Natomiast w przypadku perspektywy zewnętrznej zainteresowanie skupione jest na przepływach pieniężnych, jakie przedsiębiorstwo może generować. Zatem wartość przedsiębiorstwa mogą reprezentować zarówno elementy majątkowe, jak i możliwość generowania przez przedsiębiorstwo korzyści dla różnych grup interesariuszy. Uwzględniając powyższe perspektywy, można wyróżnić m.in. następujące kategorie wartości przedsiębiorstwa:

- godziwa wartość rynkowa – określa ona rynkową wartość podmiotu w transakcji sprzedaży przy założeniu, że obie strony transakcji posiadają odpowiednie informacje, nie działają w wyniku przymusu i uwzględniają warunki panujące na rynku łącznie z nastrojami uczestników. Wartość wyznaczona w oparciu o kategorię godziwej wartości rynkowej jest akceptowana przez obie strony transakcji sprzedaży;
- wartość inwestycyjna – jest definiowana jako wartość dla konkretnego, specyficznego właściciela, która odpowiada jego indywidualnym preferencjom, kryteriom czy wymogom inwestycyjnym. Wartość tego typu jest poszukiwana na potrzeby kupującego w oparciu o jego oczekiwania odnośnie do stóp zwrotu i indywidualną ocenę ryzyka danego przedsięwzięcia;
- wartość sprawiedliwa – przy szacowaniu tej wartości zakłada się, że w transakcji bierze udział konkretny niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający. Kupujący lub sprzedający muszą działać pod przymusem, a wyznaczona wartość ma być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego;
- wartość wewnętrzna (fundamentalna) – odzwierciedla możliwość generowania korzyści przez analizowane przedsiębiorstwo i opiera się na szacowaniu bieżących i przyszłych wyników finansowych, możliwych do osiągnięcia z określonego zespołu aktywów, bez względu na to, kto jest lub może być inwestorem w danym przedsiębiorstwie. Wartość ta opiera się na wszystkich informacjach na temat przedmiotu wyceny oraz czynnikach zewnętrznych mających wpływ na jego sytuację ekonomiczną [Powszechne Krajowe Zasady Wyceny, 2011, s. 7].

Wymienione koncepcje podejścia do wartości przedsiębiorstwa nazywane są standardami wartości. Dla właścicieli przedsiębiorstwa istotne jest podejmowanie działań, które będą powodowały wzrost wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa. W tym celu istotna jest identyfikacja czynników, które wpływają na wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa i które stymulują zwiększanie wartości przedsiębiorstwa. Należy pamiętać jednocześnie, że

czynniki te mogą nie tylko stymulować wzrost, ale i powodować spadek wartości przedsiębiorstwa.

Szeroką klasyfikację stymulatorów zmian wartości przedsiębiorstwa zaproponowała M. Marcinkowska, dzieląc je na dwie grupy [Marcinkowska, 2006, s. 38]:

- czynniki związane ze sprawozdaniami finansowymi – są to czynniki bezpośrednio związane z aktywami i pasywami przedsiębiorstwa; autorka zalicza do nich między innymi nieewidencjonowane aktywa, niedoszacowane aktywa, przeszacowane zobowiązania, koszt kapitału, rentowność, ryzyko i wzrost;
- czynniki niezwiązane ze sprawozdaniami finansowymi – zostały podzielone na dwie grupy: czynniki zewnętrzne stanowiące podstawę funkcjonowania przedsiębiorstwa (np. lokalizacja, dostęp do zasobów, rozwój infrastruktury, kontrola zasobów, właściciele) oraz czynniki wewnętrzne, zależne od decyzji podejmowanych w przedsiębiorstwie (np. kapitał ludzki, kapitał intelektualny, kultura organizacyjna, wizja, misja i strategia przedsiębiorstwa, klienci, produkt, marka, znaki towarowe, alianse strategiczne, połączenia, przejęcia, informacje i zarządzanie nimi, wpływ na środowisko, marketing).

Z punktu widzenia możliwości pomiaru wielkości stymulatorów wartości, a zatem także biorąc pod uwagę możliwość ich identyfikacji, grupą prostszą do wyznaczenia są czynniki związane ze sprawozdaniami finansowymi. Dodatkowo, z uwagi na istniejące standardy dotyczące sporządzania sprawozdań finansowych, jest to grupa stymulatorów, która może być w relatywnie prosty sposób porównywana pomiędzy różnymi podmiotami gospodarczymi.

Jedną z pierwszych, a przez to jedną z popularniejszych klasyfikacji stymulatorów wartości zaproponował A. Rappaport [1999, s. 45]. Wskazał on głównie stymulatory związane ze sprawozdaniami finansowymi, tj. dwa główne parametry wpływające na wartość przedsiębiorstwa: wartość kapitału własnego oraz wartość zadłużenia. Zgodnie z powyższą koncepcją wartość kapitału własnego uzależniona jest od wartości przepływów z prowadzonej przez podmiot działalności operacyjnej oraz kosztu kapitału. W szczegółowym podziale autor dokonał pogrupowania stymulatorów wartości na cztery zasadnicze grupy [Rappaport, 1999, s. 60]:

- operacyjne czynniki wartości przedsiębiorstwa – zaliczył do nich czynniki bezpośrednio związane z działalnością operacyjną podmiotu, czyli stopę wzrostu przychodów ze sprzedaży, marżę zysku operacyjnego oraz stopę podatku dochodowego;
- inwestycyjne czynniki wartości – zaliczył do nich inwestycje w aktywa trwałe oraz inwestycje w kapitał obrotowy netto;

- finansowe czynniki wartości – zaliczył do nich koszt poszczególnych składników kapitału, z jakiego finansowana jest działalność podmiotu, oraz strukturę tego kapitału;
- ogólne czynniki wartości – zaliczył do nich okres przewagi konkurencyjnej, czyli okres, w którym istnieją możliwości kreowania wartości podmiotu. W tej grupie znajdują się czynniki, które nie są możliwe do identyfikacji na podstawie sprawozdań finansowych.

Pomiędzy poszczególnymi czynnikami generującymi wartość przedsiębiorstwa istnieją silne powiązania (oddziałują one wzajemnie na siebie) i wszystkie one są wykorzystywane w modelach wyceny wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Zatem dokonując dalszej dezagregacji czynników generujących wartość przedsiębiorstwa, za A. Rappaportem można wyróżnić następujące siedem generatorów wartości, identyfikowanych głównie w oparciu o sprawozdania finansowe [tamże, s. 65]:

- stopa wzrostu przychodów ze sprzedaży,
- stopa marży zysku operacyjnego,
- inwestycje w kapitał obrotowy netto przedsiębiorstwa,
- inwestycje w aktywa trwałe przedsiębiorstwa,
- koszt kapitału zaangażowanego w działalność operacyjną przedsiębiorstwa,
- stopę podatku dochodowego płaconego przez przedsiębiorstwo,
- okres przewagi konkurencyjnej.

Na podstawie powyższych siedmiu generatorów wartości przedsiębiorstwa można skonstruować model wyceny dochodowej przedsiębiorstwa oparty o model zdyskontowanych przepływów pieniężnych. W takim modelu pierwsze cztery wymienione czynniki mają bezpośredni wpływ na wielkość generowanych przez przedsiębiorstwo przepływów pieniężnych. Dwa kolejne czynniki mają bezpośredni wpływ na wielkość stopy dyskontowej, a ostatni czynnik wpływa bezpośrednio na długość okresu prognozy, jaka jest wykorzystywana do określenia wartości dochodowej przedsiębiorstwa. Tożsamą do A. Rappaporta klasyfikację czynników generujących wartość przedsiębiorstwa prezentuje A. Duliniec, wskazując jako nośniki wartości przedsiębiorstwa następujące sześć czynników [Duliniec, 1998, s. 147]:

- tempo wzrostu sprzedaży,
- marżę zysku operacyjnego,
- stawkę podatku dochodowego,
- tempo wzrostu zainwestowanego kapitału,
- strukturę i koszt kapitału,
- długość okresu wzrostu.

Należy zwrócić uwagę, iż o wartości przedsiębiorstwa nie stanowią jedynie czynniki, które można zidentyfikować w oparciu o sprawozdania finansowe. Dlatego w literaturze przedmiotu istnieje szereg klasyfikacji stymulatorów, które zwracają uwagę także na inne, poza finansowymi, aspekty przyczyniające się do zmiany wartości podmiotu. I tak, na przykład, B. Nogalski, J.M. Rybicki i H. Marcinkiewicz w podejściu do stymulatorów wartości prezentują podejście procesowe i wskazują jako nośniki wartości koncepcje wykorzystywane w zarządzaniu przedsiębiorstwem, takie jak: TQM, JiT, Reengineering czy Lean Management [Nogalski i inni, 2004, s. 45]. Niemniej jednak z punktu widzenia łatwości identyfikacji oraz możliwości porównań pomiędzy różnymi podmiotami stymulatory wyznaczone w oparciu o sprawozdania finansowe są najbardziej przydatne do analizy. Należy zwrócić uwagę, iż siła oddziaływania poszczególnych stymulatorów na wartość przedsiębiorstwa jest różna. Próby identyfikacji siły wpływu poszczególnych czynników na wartość podmiotu podjął się J. Jeżak [1998, s. 288], co przedstawiono w tablicy 2.

Tablica 2. Siła oddziaływania poszczególnych stymulatorów wartości

Nazwa stymulatora	Zmiana wartości stymulatora wywołująca wzrost wartości	Stopień wpływu na wartość przedsiębiorstwa
Marża zysku operacyjnego	+1%	+23%
Okres przewagi konkurencyjnej	+1%	+17%
Wzrost wartości sprzedaży	+1%	+12%
Średni ważony koszt kapitału	-1%	+10%
Zmiana kapitału obrotowego netto	-1%	+7%
Inwestycje w majątek trwały	-1%	+5%
Efektywna stopa podatku dochodowego	-1%	+2%

Źródło: [Jeżak, 1998, s. 288].

Identyczne procentowe zmiany generatorów wartości oddziałują w różnym stopniu na wartość podmiotu. Stymulatorem najmocniej oddziałującym jest marża zysku operacyjnego, a najsłabiej oddziałującym na wartość jest efektywna stopa podatku dochodowego. Poza faktem różnej mocy oddziaływania poszczególnych stymulatorów wartości należy zwrócić uwagę na fakt relacji występujących pomiędzy poszczególnymi stymulatorami, co może utrudniać rzeczywiste określenie wpływu poszczególnych

stymulatorów na wartość przedsiębiorstwa. Występujące relacje pomiędzy poszczególnymi stymulatorami są niewątpliwie różne w przedsiębiorstwach działających nie tylko w różnych branżach, ale również prowadzących swoją działalność w oparciu o różne zasady biznesowe. Dlatego, chcąc ocenić skuteczność prowadzonej przez zarząd przedsiębiorstwa strategii prowadzącej do wzrostu wartości, należy oceniać różne grupy stymulatorów wartości tego podmiotu.

3. Stymulatory wartości polskich portów morskich

Zaproponowane przez A. Rappaporta generatory wartości można podzielić na dwie grupy: pierwszą, której oddziaływanie na zmianę wartości podmiotu jest dostrzegalne w krótkim okresie, i drugą grupę, w przypadku której oddziaływanie na wartość podmiotu następuje w długim okresie. A to dlatego, iż w systemie oceny zarządu podmiotu na cele określenia zmiennej części wynagrodzenia za dany rok obrachunkowy powinny być uwzględnione czynniki, na które zarząd miał wpływ i które powodują efekty w ciągu jednego roku. Z uwagi na powyższe ograniczenia w niniejszej analizie jako finansowe mierniki efektów zarządzania w polskich portach morskich wybrano następujące generatory wartości:

- dynamikę wzrostu sprzedaży – na parametr ten mają wpływ zarówno działania bieżące, jak i działania (inwestycje) podejmowane w przeszłości. Dynamika sprzedaży wyznaczana jest na potrzeby niniejszego opracowania jako relacja przychodów ze sprzedaży z roku bieżącego do wartości przychodu ze sprzedaży z roku ubiegłego;
- marżę zysku operacyjnego – osiągnięta w analizowanym roku marża w wysokim stopniu zależna jest od działań podejmowanych przez zarząd podmiotu. Z uwagi na fakt, iż zainteresowanie skupione jest na bieżącej działalności operacyjnej, aby nie uwzględniać w zysku operacyjnym dotacji, jakie uzyskało w danym roku przedsiębiorstwo (np. dotacje ze środków finansowych UE), do wyznaczania marży zysku operacyjnego wykorzystano zysk ze sprzedaży w relacji do wielkości przychodów ze sprzedaży w analizowanym roku;
- dynamikę zmian zainwestowanego kapitału obrotowego netto – zmiany kapitału obrotowego netto dotyczące działalności operacyjnej wywołują zmiany po stronie przepływów pieniężnych, wpływając na wartość wewnętrzną podmiotu. Wynikają one z działań podjętych przez zarząd w ciągu danego roku obrachunkowego. Wzrost kapitału obrotowego netto jest zazwyczaj niezbędny do zwiększenia wartości przychodów ze sprzedaży, ale odpowiednia polityka dotycząca szybkości rotacji poszczególnych składników kapitału obrotowego netto może spowodować zmniejszenie środków zamrożonych w kapitał

obrotowy netto. Zatem do oceny efektywności wykorzystania kapitału obrotowego netto wykorzystano wskaźniki rotacji poszczególnych składników kapitału obrotowego netto (zapasów, należności, zobowiązań bieżących). Wartość wskaźników rotacji liczona była jako relacja wartości danego składnika kapitału obrotowego netto w danym roku do wartości przychodów ze sprzedaży w danym roku przemnożona przez 365 dni (w przypadku 2016 r. przez 366). Otrzymany wynik informuje o tempie rotacji składnika kapitału obrotowego netto w dniach. W przypadku zapasów i należności szybsze tempo ich rotacji oznacza zmniejszenie wielkości kapitału obrotowego netto, podobnie jak wydłużenie terminu spłaty zobowiązań bieżących. Zatem przyczynia się to do zmniejszenia poziomu zamrożenia środków pieniężnych w kapitał obrotowy netto, a w konsekwencji do zwiększenia wartości przepływów pieniężnych w danym roku, czyli wzrostu wartości podmiotu [Bielecki, Pawłowicz, 2015, s. 254].

Dodatковым pozytywnym aspektem w przypadku wymienionych trzech generatorów wartości jest prostota ich wyznaczania. W przypadku pozostałych generatorów wartości zaproponowanych przez A. Rappaporta wydaje się, iż dla analizowanego podmiotu wpływ zarządu spółki na nie może być w pewien sposób ograniczony:

- struktura i koszt kapitału – w przypadku analizowanych podmiotów wykorzystywane są prawie wyłącznie kapitały własne, których koszt pozyskania zależy od preferencji właściciela. Właścicielem analizowanych podmiotów jest Skarb Państwa i ekwiwalentem wyrażającym koszt kapitału własnego może być rentowność długoterminowych obligacji Skarbu Państwa, o jak najdłuższym terminie wykupu (w chwili obecnej takimi obligacjami są obligacje WS0447, których oprocentowanie wynosi 4%) powiększone o premię za ryzyko (w przypadku Polski premia za ryzyko rynkowe szacowane jest na poziomie 5–6%). Koszt kapitału własnego wyznaczany jako suma rentowności instrumentów bezpiecznych i premii za ryzyko rynkowe wynosi zatem około 9–10%. Zarząd spółki nie ma wpływu na ten parametr finansowy;
- inwestycje w majątek trwały – mają one zazwyczaj wpływ na działalność analizowanego przedsiębiorstwa, jednak w długiej perspektywie czasowej podejmowane decyzje inwestycyjne powodować będą zmiany wartości podmiotu. Z uwagi na długoterminowy charakter inwestycji podejmowanych w przypadku obiektów infrastrukturalnych inwestycje przynieść mogą efekty po kilku latach od ich rozpoczęcia – kiedy zarząd spółki może być sprawowany przez inne

osoby i to one byłyby wynagradzane za podjęte wcześniej decyzje. Z uwagi na charakter infrastrukturalny działalności ponoszenie znacznych wydatków jest niezbędne dla funkcjonowania poszczególnych obiektów. Zatem w celu zabezpieczenia funkcjonowania podmiotu w długim okresie niezbędne jest ujęcie w celach zarządu minimalnego poziomu wydatków inwestycyjnych;

- efektywna stopa podatku dochodowego – jest to parametr finansowy, na którego wielkość zarząd spółki ma ograniczony wpływ – zależny jest od decyzji podejmowanych poza analizowanym podmiotem gospodarczym;
- długość okresu wzrostu – oddziaływanie na ten parametr wynika z działań długookresowych, na które zarząd przedsiębiorstwa ma istotny wpływ, jednak decyzje zarządu przynoszą efekty ze znacznym opóźnieniem. Istnieją poważne utrudnienia w określeniu uniwersalnych mierników dla tego generatora wartości. Stopień realizacji strategii przedsiębiorstwa oraz kluczowych inwestycji i projektów może być najbardziej odpowiednim ogólnym kryterium w tym zakresie. Określenie składowych i kamieni milowych poszczególnych elementów strategii, inwestycji i projektów pozwala na bieżąco oceniać wpływ decyzji zarządu na długookresową wartość przedsiębiorstwa¹.

By ocenić działania zarządów podmiotów, dokonano analizy wymienionych generatorów wartości w okresie ostatnich pięciu lat. W tablicy 3 przedstawione zostały zmiany generatorów wartości dla Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA (ZMPG SA).

W analizowanym okresie dynamika przychodów ze sprzedaży i marża zysku operacyjnego w ZMPG SA ulegały stopniowej poprawie – dynamika przychodów ze sprzedaży od 2013 r. wykazuje wzrost o około 20%, natomiast marża zysku operacyjnego wzrosła w stosunku do 2013 r. o ponad 3 p.p. Od 2013 r. także wielkość kapitału obrotowego netto (mimo rosnących przychodów ze sprzedaży) ulegała stopniowemu zmniejszeniu – zatem oznaczała, z punktu widzenia przepływów pieniężnych, ich zwiększenie dla podmiotu. Aby ocenić politykę zarządzania kapitałem obrotowym netto, wyznaczono wskaźniki rotacji poszczególnych składników kapitału

¹ Celami strategicznymi dla portów mogą być m.in.: pozyskanie inwestorów i prywatyzacja kluczowych aktywów, rozbudowa infrastruktury dostępowej z wykorzystaniem funduszy unijnych, rozbudowa i modernizacja infrastruktury wewnątrzportowej, dostosowanie się do systematycznie zaostrzanych norm środowiskowych, wzrost udziału w rynku, osiągnięcie konkretnego poziomu przeładunków w określonej grupie towarowej, poprawa wskaźników szybkości i jakości obsługi, utrzymanie uniwersalnego lub specjalistycznego charakteru portu, poprawa relacji z interesariuszami, wdrożenie zasad społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa CSR.

obrotowego netto – przedstawiono je w tablicy 4. Dodatkowo dla analizowanego podmiotu wyznaczono cykl konwersji gotówki, jako zbiorczy wskaźnik charakteryzujący efektywność zarządzania kapitałem obrotowym netto w analizowanym podmiocie.

Tablica 3. Czynniki generujące wartość Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA w latach 2012–2016

Czynniki generujące wartość	2012	2013	2014	2015	2016
Dynamika przychodów ze sprzedaży	0,00%	-0,09%	2,75%	5,36%	10,29%
Marża zysku operacyjnego	13,02%	16,15%	19,04%	17,17%	19,43%
Zmiana kapitału obrotowego netto (tys. zł)	X	+8223	-1976	+1069	-7194

Źródło: Opracowanie własne na podstawie publicznie dostępnych danych finansowych ZMPG SA.

Tablica 4. Cykle rotacji poszczególnych składników kapitału obrotowego netto Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA w latach 2012–2016

Wskaźniki rotacji (dni)	2012	2013	2014	2015	2016
Zapasy	1	1	1	1	1
Należności	23	27	25	22	23
Zobowiązania	17	14	17	14	13
Cykl konwersji gotówki	7	13	9	9	11

Źródło: Opracowanie własne na podstawie publicznie dostępnych danych finansowych ZMPG SA.

W analizowanym okresie wskaźnik rotacji zapasów ZMPG SA utrzymuje się na stałym poziomie – jednak z uwagi na fakt, iż poziom zapasów nie wpływa znacząco na wielkość zamrożonych w kapitale obrotowym netto środków pieniężnych, parametr ten nie ma kluczowego znaczenia na wielkość przepływów pieniężnych wynikających ze zmiany kapitału obrotowego netto. Znaczący wpływ na wielkość środków zamrożonych w kapitale obrotowym netto ma natomiast poziom należności i zobowiązań bieżących. W przypadku poziomu należności, po początkowym wydłużeniu okresu ich rotacji, od 2013 r. następuje stopniowe zmniejszenie wartości tego wskaźnika – w ostatnim okresie wskaźnik rotacji należności wraca do poziomu, jaki podmiot osiągnął w 2012 r. Wskaźnik rotacji zobowiązań w celu zmniejszenia kwoty środków pieniężnych zamrożonych w kapitale obrotowym netto powinien rosnąć. W przypadku analizowanego podmiotu następuje nieznaczne jego zmniejszenie, a więc z punktu widzenia wielkości przepływów pieniężnych w poszczególnych latach efekt jest

negatywny. Cykl konwersji gotówki (cykl konwersji gotówki = wskaźnik rotacji zapasów + wskaźnik konwersji należności – wskaźnik rotacji zobowiązań krótkoterminowych) w stosunku do roku bazowego (2012 r.) uległ w podmiocie nieznacznemu wydłużeniu – jednak biorąc pod uwagę, iż przychody ze sprzedaży w tym okresie wzrosły o około 20%, wzrost cyklu konwersji gotówki jest nieznaczny. Politykę spółki dotyczącą kształtowania wielkości środków zamrożonych w kapitale obrotowym netto można ocenić pozytywnie – od 2012 r. przy ponad 20% wzroście przychodów ze sprzedaży kapitał obrotowy netto wzrósł jedynie o 122 tys. zł.

Do kolejnych ciekawych wniosków prowadzi porównanie generatorów wartości kolejnych portów morskich, tj. Gdańska i Szczecina (tab. 5). Jednak należy zaznaczyć, iż takie porównanie można wykorzystać jedynie do oceny potencjału generowania wartości przez wspomniane podmioty. Aby ocenić działania zarządów w dłuższym okresie, należałoby porównać wartości generatorów w kilku latach.

Tablica 5. Czynniki generujące wartość Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA, Zarządów Morskich Portów Szczecin i Świnoujście, Zarządu Morskiego Portu Gdańsk SA w roku 2016

Generatory wartości	Gdynia	Gdańsk	Szczecin
Dynamika przychodów ze sprzedaży	10,29%	10,01%	3,41%
Marża zysku operacyjnego	19,43%	54,97%	18,37%
Zmiana kapitału obrotowego netto (tys. zł)	-7194	+10 943	+2118

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych finansowych z KRS.

Z punktu widzenia generatorów wartości podmiotem o największym potencjale do generowania wartości w 2016 r. był port w Gdańsku. Marża zysku operacyjnego, która według J. Jeżaka jest najważniejszym generatorem wartości dla tego portu, była znacząco wyższa od wartości osiągniętej przez pozostałe porównywane podmioty. W przypadku dynamiki wzrostu przychodów ze sprzedaży najlepszy wynik w zakresie tego generatora osiągnął port w Gdyni (trzeci najważniejszy generator). Jeśli chodzi o zmianę kapitału obrotowego netto w 2016 r. jedynie Gdynia odnotowała spadek. W celu dokładniejszej analizy polityki kształtowania wielkości kapitału obrotowego netto na podstawie takich samych formuł wyznaczono wskaźniki rotacji poszczególnych składników kapitału obrotowego netto, które były następnie podstawą do wyznaczenia cyklu konwersji gotówki dla wszystkich badanych portów (tab. 6).

Tablica 6. Cykle rotacji poszczególnych składników kapitału obrotowego netto Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA, Zarządów Morskich Portów Szczecin i Świnoujście SA, Zarządu Morskiego Portu Gdańsk SA w roku 2016

Wskaźniki rotacji (dni)	Gdynia	Gdańsk	Szczecin
Zapaspów	1	0	0
Należności	23	50	38
Zobowiązań	13	15	20
CKG	11	35	18

Źródło: Opracowanie własne na podstawie publicznie dostępnych danych finansowych portów (KRS).

W analizowanym roku najniższą wartość cyklu konwersji gotówki osiągnął port w Gdyni – uzyskał najlepszy wynik w zakresie zarządzania kapitałem obrotowym netto. Wynika to głównie z bardzo krótkiego dla tego podmiotu (w stosunku do pozostałych porównywanych portów) wskaźnika rotacji należności. Jednak w przypadku wskaźnika rotacji zobowiązań bieżących (termin spłaty zobowiązań) najlepszą wartość wskaźnika osiąga port w Szczecinie. Porównując wyniki portu w Gdyni z innymi portami, dostrzec można, iż istnieje potencjał do dalszego polepszenia zarządzania kapitałem obrotowym netto (piąty pod względem ważności generator wartości zaproponowany przez J. Jeżaka).

Zgodnie z założeniem zaproponowane generatory wartości wpływają w różnym stopniu na wartość podmiotu, dlatego w celu wskazania całkowitego oddziaływania poszczególnych generatorów wartości należałoby wyznaczyć wartość podmiotu wygenerowaną w wyniku osiągnięcia aktualnego dla danego roku poziomu poszczególnych generatorów wartości. Zaproponowane trzy generatory wartości wpływają bezpośrednio na wartość przepływów pieniężnych w poszczególnych latach. Przyjmując do wyznaczenia wartości podmiotu określony koszt kapitału, można, korzystając z koncepcji renty wieczystej, wyznaczyć wartość tej renty, zakładając, iż po analizowanym roku generatory nie będą ulegały zmianie. Tak wyznaczona wartość renty wieczystej, przy porównaniu jej w poszczególnych latach, wskazuje przyrost lub spadek wartości podmiotu [Szczepankowski, 2007, s. 252]. Przy takim podejściu zarząd podmiotu może dokonać wyboru generatorów, na które chciałby wpływać, aby zwiększać wartość całego podmiotu, a nie tylko skupiać się na wartościach poszczególnych generatorów wartości. Celem zarządu byłyby działania mające na celu podnoszenie wartości renty wieczystej w poszczególnych latach. Przy założeniu, że koszt kapitału jest stały i wynosi 9%, na podstawie wygenerowanych przepływów pieniężnych można oszacować wartość

renty wieczystej w poszczególnych latach. Otrzymałą wartość renty wieczystej można traktować jako uproszczoną wartość dochodową podmiotu w poszczególnych analizowanych latach – przedstawiono ją w tablicy 7.

Tablica 7. Wartość renty wieczystej Zarządu Morskiego Portu Gdynia SA w latach 2012–2016 w tys. zł

Pozycja rodzajowa	2012	2013	2014	2015	2016
Wartość renty wieczystej	632 355	771 413	713 919	792 090	879 619
Przyrost wartości renty	X	139 058	-57 494	78 171	87 529

Źródło: Opracowanie własne na podstawie publicznie dostępnych danych finansowych ZMPG SA (KRS).

Analiza wartości renty wieczystej dokonana w oparciu o określone wyżej założenia nie jest wartością dochodową analizowanego podmiotu, a służy jedynie wskazaniu całkowitego wpływu analizowanych generatorów wartości na jego wartość. W celu wyznaczenia wartości dochodowej należałoby uwzględnić także inne parametry związane z wyceną dochodową, m.in.: wielkość posiadanych środków pieniężnych, zobowiązań, aktywów nieoperacyjnych. Dokonany szacunek wartości pokazuje całkowity wpływ zmian generatorów wartości w poszczególnych latach na wartość renty wieczystej osiągniętej z przepływu w danym roku. Tak dokonana analiza wskazuje, iż w analizowanych latach zmiany generatorów wartości przyczyniały się w większości przypadków do wzrostu wartości podmiotu – jedynie w 2014 r. nastąpił spadek wartości renty wieczystej. Zatem, oceniając politykę zarządu podmiotu w długim okresie, obserwujemy ciągły wzrost jego wartości. Jak wskazano wcześniej, z punktu widzenia oceny zarządu miernik, jakim jest przyrost wartości podmiotu, może być bardziej przydatny dla oceny działań podejmowanych przez zarząd podmiotu niż analiza poszczególnych generatorów wartości. Analiza poszczególnych generatorów wartości jest przydatna do wskazania przyczyn, które spowodowały zmianę wartości podmiotu. Wskazuje też kierunki ewentualnych korekt prowadzących do zmiany niekorzystnych tendencji, jakie wystąpiły w podmiocie.

Zakończenie

Ocena zarządów spółek nie może opierać się jedynie na prostych parametrach finansowych, jakimi są zyski oraz wskaźniki rentowności. W celu uwzględnienia długiego okresu oddziaływania zasadne jest dla osiągnięcia tego celu użycie parametrów, które określają cele długookresowe. Takimi parametrami są niewątpliwie generatory wartości danego przedsiębiorstwa. Przeprowadzona analiza generatorów wartości wykazała, iż działania

podjęmowane przez zarząd ZMPG SA w ciągu ostatnich 5 lat działalności wykazują właściwy trend – powodują wzrost wartości przepływów pieniężnych, a zatem wzrost wartości tych podmiotów. Porównanie wyników osiągniętych przez różne podmioty z tej branży wskazuje na istnienie rezerw umożliwiających dalsze zwiększanie wartości generatorów wartości, czyli przyczynianie się do wzrostu wartości wszystkich analizowanych portów. W celu oceny wpływu polityki zarządów na wartość analizowanych podmiotów można dokonać analizy przyrostu wartości podmiotów, jakie dokonały się w wyniku podjętych w danym roku działań operacyjnych, przy założeniu, iż wartość osiągniętych generatorów wartości w kolejnych latach będzie kształtować się na takim samym poziomie jak w analizowanym roku. Tak zaproponowany miernik może być dobrym narzędziem do oceny działań zarządów w danym roku. Takie podejście daje możliwość wyboru przez zarządzających całego pakietu działań, który umożliwi osiągnięcie ostatecznego celu, jakim jest wzrost wartości podmiotu, który jest lepszym narzędziem do oceny jakości zarządzania podmiotem niż wartość zysku netto czy też zysku operacyjnego. Szczegółowa analiza przyczyn zmian poszczególnych generatorów wartości jest przydatnym narzędziem zarządzania wartością przedsiębiorstwa.

Literatura

- Bielecki J.K., Pawłowicz L. (2015), *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, CeDeWu, Warszawa.
- Duliniec A. (1998), *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- <https://wynagrodzenia.pl/artykul/kto-zyska-a-kto-starci-wynagrodzenia-czlonkow-zarzadow-wedlug-nowej-ustawy-kominowej>, dostęp: 10.08.2017.
- Jeżak J. (1998), *Zarządzanie zorientowane na wzrost wartości przedsiębiorstwa*, w: H. Jagoda i J. Lichtarski (red.), *Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – koncepcje przekrojowe*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław.
- Marcinkowska M. (2006), *Niematerialne źródła wartości przedsiębiorstwa*, w: B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, Warszawa.
- Nogalski B., Rybicki J.M., Marcinkiewicz H. (2004), *Zarządzanie antykryzysowe jako value driver*, w: J. Duraj (red.), *Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania*, Wydawnictwo Naukowe Novum, Płock-Pekin-Łódź.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (2011), *Nota Interpretacyjna nr 5, Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*, Polska Federacja Stowarzyszeń Rzecznawców Majątkowych, Warszawa.
- Rappaport A. (1999), *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa.

- Rojek T. (2011), *Stymulatory procesu zmian wartości przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 46, Szczecin.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Ustawa z dnia 9 czerwca 2016 r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, Dz.U. z 2016 r. poz. 1202.

Streszczenie

Koncepcja zarządzania wartością wypracowała metodykę oceny wypełniania celów przez zarządy spółek. Koncepcja ta może być z powodzeniem wykorzystywana w przypadku spółek Skarbu Państwa. Wprowadzona w 2016 r. zasada wynagradzania zarządów spółek Skarbu Państwa proponuje wśród sposobów oceny zarządu cały szereg mierników, powszechnie określanych jako generatory wartości. Niniejszy artykuł wskazuje generatory wartości jako narzędzie oceny pracy zarządu, a wzrost wartości przedsiębiorstwa jako podstawowy cel dla osób kierujących przedsiębiorstwem. Wzrost wartości może być osiągnięty dzięki odpowiedniemu kształtowaniu finansowych stymulatorów wartości przedsiębiorstwa przy jednoczesnej realizacji jego długofalowej strategii pozwalającej utrzymywać lub wzmacniać przewagę konkurencyjną przedsiębiorstwa.

Słowa kluczowe

wartość przedsiębiorstwa, stymulatory wartości, cele zarządu, ocena zarządu spółek Skarbu Państwa

The use of financial value generators in state-owned companies in view of the changes of remuneration rules of the board members illustrated with an example of seaports (Summary)

The value management concept has developed a methodology for assessing achievement of goals by managements. The concept may be successfully implemented in state-owned companies. The remuneration regulations implemented in Poland in 2016 for state-owned companies mentions several value generators as adequate metrics for assessment of management performance. This article discusses financial value generators as possible tools for evaluating the work of management boards. Value enhancement can be achieved by appropriately shaping the financial drivers of business value while safeguarding also the company's long term competitive advantage).

Keywords

value of a business, value drivers, objectives of the management board, management board assessment in state owned companies

