

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 386

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem

Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2015

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

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

Publikacja udostępniona na licencji Creative Commons
Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 3.0 Polska
(CC BY-NC-ND 3.0 PL)



© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2015

ISSN 1899-3192
e-ISSN 2392-0041

ISBN 978-83-7695-501-8

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Zamówienia na opublikowane prace należy składać na adres:
Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
tel./fax 71 36 80 602; e-mail: econbook@ue.wroc.pl
www.ksiegarnia.ue.wroc.pl

Druk i oprawa: EXPOL

Spis treści

Wstęp	9
Sławomir Czetwertyński: Korzyści skali w gospodarce internetowej.....	11
Marcin Flotyński: The efficiency of stock market indices in Poland – the empirical evidence.....	27
Daniel Gach: Problematyka pomiaru efektywności układów partnerskich w biznesie.....	51
Piotr Głowicki: Przegląd rozwiązań w zakresie oceny efektywności szkoleń.....	64
Józefa Gryko: Elastyczność finansowa a zdolność do inwestycji w czasie kryzysu finansowego na przykładzie spółek publicznych w Polsce.....	78
Marta Kluzek: Efektywność ulg podatkowych sprzyjających innowacyjności w Polsce.....	89
Dorota Kuchta, Anna Ślusarczyk: Application of proactive and reactive project scheduling – case study.....	99
Joanna Lizińska, Leszek Czapiewski: Determinanty <i>underpricingu</i> w Polsce i na innych wybranych rynkach wschodzących.....	112
Gabriel Łasiński, Łukasz Fil: Multimedia jako czynnik podnoszący efektywność treningu sportowego szermierzy w opinii trenerów w Wielkiej Brytanii.....	126
Grzegorz Łukasiewicz: Zakres i skutki raportowania kapitału intelektualnego we współczesnych organizacjach.....	134
Natalia Marska-Dzioba: Efektywność wykorzystania zasobów Państwowego Funduszu Rehabilitacji Osób Niepełnosprawnych – wyniki projektu badawczego.....	151
Joanna Mrowicka: Efektywność leczenia antybiotykoterapii celowanej i empirycznej w leczeniu szpitalnym.....	175
Bogdan Nogalski, Przemysław Niewiadomski: Model racjonalnej decyzji implementacyjnej wytwórcy na rynku mechanizacji rolnictwa – koncepcja i zastosowanie.....	193
Tomaz Norek: Efektywność procesów innowacyjnych realizowanych przez polskie przedsiębiorstwa sektora MSP. Rezultaty badań empirycznych ...	209
Jarosław Nowicki: Budowanie i transfer wartości w spółkach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – ujęcie sektorowe.....	230
Grażyna Osbert-Pociecha: Potrzeba zarządzania energią ludzi w organizacji jako uwarunkowanie wzrostu efektywności.....	245
Radosław Pastusiak, Magdalena Jasiniak: Wpływ SSE na sytuację ekonomiczną gmin.....	261

Artur Prędko: Analiza kosztowa polskich bibliotek publicznych za pomocą metody DEA oraz porównanie z wynikami uzyskanymi przy użyciu stochastycznej granicznej funkcji kosztu	276
Artur Stefański: Inwestycje przedsiębiorstw rodzinnych	297
Edward Radośniński, Tomasz Karczyński: Wpływ giełd światowych na notowania giełd Europy Środkowo-Wschodniej – analiza trendów i autokorelacji	306
Witold Rekuć, Leopold Szczurowski: Zmiany czynników podziału zasadniczej dotacji dydaktycznej w jednostce szkoły wyższej	317
Katarzyna Tracz-Krupa: Efektywność a skuteczność wykorzystania środków Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki w perspektywie 2007-2013 w Polsce	329
Grzegorz Urbanek: Marka a zysk ekonomiczny przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie	343
Sławomir Wyciślak: Podejście systemowe jako źródło efektywności w działaniach organizacji	357

Summaries

Sławomir Czetwertyński: Economies of scale in internet economy	26
Marcin Flotyński: Efektywność indeksów giełdowych w Polsce – ujęcie empiryczne.....	50
Daniel Gach: The problem of measuring the effectiveness of partnership in business.....	63
Piotr Głowicki: Training effectiveness assessment – solutions review	77
Józefa Gryko: Financial flexibility and corporate investment during financial crises based on public companies in Poland.....	88
Marta Kluzek: Effectiveness of tax reliefs supporting innovation in Poland.	98
Dorota Kuchta, Anna Ślusarczyk: Zastosowanie proaktywnego i reaktywnego harmonogramowania projektów – studium przypadku	111
Joanna Lizińska, Leszek Czapiewski: Determinants of IPO underpricing in Poland and other selected emerging markets.....	125
Gabriel Łasiński, Łukasz Fil: Multimedia as a factor raising fencers' effectiveness during sports training according to trainers from Great Britain ...	133
Grzegorz Łukasiewicz: Scope and impact of intellectual capital reporting in contemporary organizations.....	150
Natalia Marska-Dzioba: Efficient use of resources of the state fund for rehabilitation of disabled people (PFRON) – the results of the research project	174
Joanna Mrowicka: Effectiveness of antibiotic targeted and empirical therapy in hospital treatment	192

Bogdan Nogalski, Przemysław Niewiadomski: Model of a rational implementation decision of a manufacturer on the market of agricultural mechanisation – concept and application.....	208
Tomasz Norek: The effectiveness of innovative processes implemented by the SME companies in Poland. The results of empirical research.....	229
Jarosław Nowicki: Value building and value transfer in companies listed on the Warsaw Stock Exchange – sectoral approach.....	244
Grażyna Osbert-Pociecha: The need of management of people’s energy in the organization as a conditional increase in efficiency	260
Radosław Pastusiak, Magdalena Jasiniak: Impact of SSE on the economic situation of municipalities.....	275
Artur Prędko: Cost analysis of Polish public libraries with the DEA method and a comparison with results obtained by using the stochastic frontier cost function.....	296
Artur Stefański: Investments of family businesses	305
Edward Radośniński, Tomasz Karczyński: Impact of the world exchange markets on Eastern and Central Europe market’s quotations – analysis of trends and autocorrelations	316
Witold Rekuć, Leopold Szczurowski: Changes of basic educational subsidy factors distribution in a university unit.....	328
Katarzyna Tracz-Krupa: Efficiency and effectiveness of Human Capital Operational Program expenditure in the perspective of 2007-2013 in Poland.....	342
Grzegorz Urbanek: The Brand and economic profit of the company – the case of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	356
Sławomir Wyciślak: The system approach as the source of efficiency in organization activities	365

Grzegorz Urbanek

Uniwersytet Łódzki

e-mail: gregu@uni.lodz.pl

MARKA A ZYSK EKONOMICZNY PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GPW W WARSZAWIE

Streszczenie: Celem artykułu jest przedstawienie sposobu pomiaru efektywności działania przedsiębiorstwa w oparciu o zmodyfikowane: zysk ekonomiczny i jego kluczowy komponent – zwrot na zaangażowanym kapitale (ROIC). Zaproponowana w artykule modyfikacja dotyczy uwzględnienia we wskaźniku ROIC, w zaangażowanym kapitale, wartości marki. W sytuacji, gdy marka stanowi istotny, często kluczowy składnik wartości przedsiębiorstwa, uwzględnienie w kalkulacji zysku ekonomicznego danych na temat wartości marki i inwestycji związanych z jej podtrzymaniem, jest niezbędne do uzyskania rzetelnego obrazu efektywności realizowanych działań. W artykule przedstawiono wyniki oszacowania zmodyfikowanego zysku ekonomicznego dla wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie, na tle wyników uzyskanych przy zastosowaniu „klasycznego” podejścia. Dodatkowo dokonano porównania siły związków między wskaźnikami uzyskanymi przy zastosowaniu obu podejść, z miernikiem wartości dla akcjonariuszy – wskaźnikiem cena/wartość księgową (P/BV).

Słowa kluczowe: marka, wartość marki, zysk ekonomiczny, wartość dla akcjonariuszy.

DOI: 10.15611/pn.2015.386.23

1. Wstęp

Zagadnienia związane z pomiarem efektywności działań przedsiębiorstwa stanowią jeden z najważniejszych tematów podejmowanych w publikacjach związanych z nurtem zarządzania wartością przedsiębiorstwa (Value-Based Management). Zagadnienie to jest istotne również z punktu widzenia praktyki gospodarczej, szczególnie w odniesieniu do oceny wyników przedsiębiorstwa z perspektywy realizacji podstawowego celu działania, jakim jest maksymalizacja wartości dla właścicieli. Nie istnieje jeden uniwersalny miernik, najlepiej odzwierciedlający osiągnięte przez przedsiębiorstwo efekty. Najczęściej, w celu uzyskania pełnego obrazu sytuacji przedsiębiorstwa, wykorzystywanych jest szereg wskaźników, które mierzą różne

aspekty jego działalności. Wskaźniki te można pogrupować w pięć kategorii: tradycyjne mierniki dochodów, mierniki oparte na przepływach gotówkowych, mierniki rynkowe, mierniki oparte na zysku rezydualnym i składowe zysku rezydualnego [Young, O'Byrne 2001].

Celem publikacji jest przedstawienie na przykładzie wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie metodologii pomiaru efektywności działania przedsiębiorstwa, w oparciu o zmodyfikowane: marżę zysku ekonomicznego przedsiębiorstwa i jej kluczowy komponent – zwrot na zaangażowanym kapitale (ROIC). Artykuł rozpoczynają rozważania na temat sposobów pomiaru efektywności działań przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu różnego rodzaju mierników, ze szczególnym uwzględnieniem zysku ekonomicznego. Dalej przedstawiona została propozycja korekty zysku ekonomicznego poprzez uwzględnienie w jego szacowaniu wartości marki przedsiębiorstwa. Następnie zaprezentowano metodologię i wyniki badań, które miały na celu porównanie marży zysku ekonomicznego dla wybranych spółek, przy zastosowaniu tradycyjnego i zmodyfikowanego podejścia. Artykuł kończą wnioski z przeprowadzonej analizy i określenie kierunków dalszych badań nad uwzględnieniem w zysku ekonomicznym danych finansowych, związanych z wykorzystywanymi przez przedsiębiorstwo markami.

2. Pomiar efektywności działań przedsiębiorstwa w oparciu o zysk ekonomiczny

Tradycyjne mierniki dochodów, takie jak zysk netto czy zysk na 1 akcję, przez wiele lat stanowiły podstawowy punkt odniesienia w ocenie efektywności działań przedsiębiorstw. Uzupełnienie oceny sytuacji przedsiębiorstwa o mierniki oparte na przepływach gotówkowych, takie jak: operacyjne przepływy gotówkowe, wolne przepływy gotówkowe, czy gotówkowy zwrot na inwestycji (CFROI), pozwoliło na wyeliminowanie wpływu zapisu memoriałowego na ocenę efektów działań przedsiębiorstwa. W ostatnich latach XX wieku teoretycy i praktycy zarządzania, np. A. Rappaport [1999] czy Joel Stern [1993], zaczęli opowiadać się za ściślejszym powiązaniem zarządzania przedsiębiorstwem z kreowaniem wartości dla akcjonariuszy. Przesunięcie w końcu XX wieku punktu ciężkości z maksymalizacji zysku na maksymalizację wartości dla właścicieli spowodowało zmianę podejścia do oceny efektów działań przedsiębiorstwa. Nowe podejście do pomiaru efektywności zarządzania przedsiębiorstwem stanowi element nurtu badawczego określanego terminem VBM – zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Główna idea, leżąca u podstaw VBM, odnosi się do powiązania systemu pomiaru wyników przedsiębiorstwa z wykreowaną ekonomiczną wartością. W tym podejściu istotnego znaczenia nabierają mierniki oparte na danych z rynku kapitałowego, które pozwalają na ocenę efektów działań przedsiębiorstwa z punktu widzenia akcjonariuszy.

Do najpopularniejszych mierników wykreowanej wartości dla akcjonariuszy można zaliczyć: P/BV – cena/wartość księgową, MVA – rynkowa wartość doda-

na, TSR – całkowity zwrot dla akcjonariuszy, ER – nadzwyczajny zwrot. MVA jest to różnica pomiędzy wartością rynkową firmy a ekonomiczną wartością księgową jej aktywów. Ekonomiczna wartość księgowa aktywów reprezentuje środki, jakie akcjonariusze zainwestowali w przedsiębiorstwo. TSR jest to stopa zwrotu oparta na zmianach w cenach akcji po uwzględnieniu wpływów i wypływów gotówki, do i od akcjonariuszy. Przy szacowaniu TSR konieczne jest zatem uwzględnienie zmian w kapitale akcyjnym, które mogą być spowodowane: wypłatą dywidendy, umorzeniem akcji, emisją akcji. TSR nie jest tożsamy z wielkością rzeczywistej wykreowanej wartości dla akcjonariuszy. Ta ostatnia zależy od kosztu alternatywnego dla akcjonariuszy, inaczej – wymaganej stopy zwrotu. Realna wartość wykreowana dla akcjonariuszy – nadzwyczajny zwrot ER – stanowi różnicę pomiędzy TSR a wymaganą stopą zwrotu. Podstawowa zaleta mierników rynkowych – oparcie ich na rzeczywistych danych giełdowych – stanowi też ich główną wadę. Wyceny giełdowe spółek podatne są na bieżącą koniunkturę panującą na rynku, a także nieracjonalne zachowania inwestorów. Stąd ich poziom, w wielu przypadkach, nie odzwierciedla fundamentalnej wartości przedsiębiorstwa. Dlatego analizując efektywność działania przedsiębiorstw z punktu widzenia budowania ich fundamentalnej wartości, analizie należy poddać podstawowe zmienne – determinanty tworzenia wartości: zysk operacyjny po opodatkowaniu, zainwestowany kapitał, koszt kapitału, stopę wzrostu. W oparciu o te zmienne szacowane są zysk ekonomiczny przedsiębiorstwa oraz jego wartość fundamentalna. Zysk ekonomiczny lub jego odmiana – ekonomiczna wartość dodana (EVA)¹ [Stewart 1994] mierzy wykreowaną przez przedsiębiorstwo wartość w pojedynczym okresie i może być oszacowana przy wykorzystaniu jednego z poniższych wzorów:

$$EP = IC \times (ROIC - WACC)$$

lub

$$EP = NOPAT - (IC \times WACC),$$

gdzie: EP – zysk ekonomiczny,
 IC – zainwestowany kapitał,
 WACC – średni ważony koszt kapitału,
 ROIC – zwrot na zaangażowanym kapitale,
 NOPAT – zysk operacyjny po opodatkowaniu.

Z postaci powyższych wzorów wynika, że zysk ekonomiczny mierzy nadwyżkę (stratę), jaką w danym okresie uzyskało przedsiębiorstwo, po uwzględnieniu kosztu zainwestowanego w jego działalność kapitału. Kluczowymi elementami dla oszacowania zysku ekonomicznego jest określenie wielkości zainwestowanego kapitału

¹ EVA stanowi zarejestrowany znak towarowy firmy Stern Stewart & Co.

oraz zysku operacyjnego po opodatkowaniu. Zainwestowany kapitał odzwierciedla wielkość gotówki wprowadzonej do firmy przez inwestorów (właścicieli i dawców kapitału obcego). Zysk operacyjny po opodatkowaniu odzwierciedla uzyskane przez firmę efekty działalności operacyjnej z zaangażowanego w tę działalność kapitału. W standardowej postaci zysku ekonomicznego zainwestowany kapitał stanowi sumę księgowego kapitału własnego i zobowiązań odsetkowych (od strony źródeł finansowania) lub aktywa operacyjne pomniejszone o zobowiązania bezodsetkowe (od strony operacyjnej). Z kolei zysk operacyjny po opodatkowaniu obliczany jest jako zysk operacyjny pomniejszony o teoretyczny podatek, który zapłaciłaby spółka, gdyby w całości była finansowana kapitałem własnym. W praktyce z uwagi na fakt, że dane zawarte w sprawozdaniu finansowym (bilansie i rachunku zysku i strat) nie odzwierciedlają wprost, z jednej strony, rzeczywistej wielkości zainwestowanego kapitału ani, z drugiej, operacyjnych efektów jego zaangażowania, dane księgowe podlegają korektom, które mają na celu ich przekonwertowanie na wartości operacyjne. Przykładowo autorzy metody EVA identyfikują potencjalnie 164 możliwe korekty [Cwynar, Cwynar 2002].

3. Korekta zysku ekonomicznego w oparciu o wartość marki

Jak wspomniano wyżej, tradycyjne podejście do szacowania zysku ekonomicznego w oparciu o dane księgowe może podlegać korektom, mającym na celu uwzględnienie w jego kalkulacji rzeczywistego stanu zainwestowanego kapitału i efektów jego zaangażowania. Jednym z czynników, które powinny być brane pod uwagę przy dokonywaniu korekt, jest wykorzystywana w działalności przedsiębiorstwa marka. Podstawy koncepcyjne relacji wartość marki – wartość dla akcjonariuszy można znaleźć w literaturze z obszaru finansów [Koller i in. 2005] i marketingu [Srivastava i in. 1998]. Marka może być definiowana różnie w zależności od perspektywy, z której jest poddawana analizie [Salinas 2009]. Na potrzeby rozważań na temat udziału marki w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa przyjęta zostaje ekonomiczna definicja marki – gdzie jest ona rozumiana jako zespół korzyści, jakie stają się udziałem jej użytkownika, których to korzyści dostarcza produkt oznaczony danym identyfikatorem. Mogą mieć one charakter funkcjonalny, ekonomiczny i psychologiczny [Urbanek 2002]. Użytkownik marki dzięki uzyskiwanym korzyściom jest gotowy dokonywać częstszego zakupu produktów danej marki i/lub płacić premię cenową za takie produkty. W konsekwencji właściciel marki uzyskuje dodatkowe przepływy gotówkowe, które przekładają się na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Wysoki poziom lojalności klientów przyczynia się również do większej stabilności dochodów firmy, tym samym obniżając ryzyko jej funkcjonowania.

Analiza mechanizmu oddziaływania marki na czynniki tworzące wartość przedsiębiorstw pokazuje, że obecna siła marki stanowi czynnik, który może mieć wpływ na wyniki firmy (ROIC i stopa wzrostu firmy) w krótkim i średnim okresie. Jeżeli firma posiada dodatkowo kompetencje do podtrzymywania i rozwijania silnej pozy-

cji rynkowej marki, jej oddziaływanie na wyniki może być długoterminowe. W konsekwencji marka może stanowić podstawę strategicznej przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, której odzwierciedleniem jest wysoki zwrot na zaangażowanym kapitale i/lub wysoka stopa wzrostu, co przekłada się na poziom wskaźnika – wartość przedsiębiorstwa do wartości zaangażowanego kapitału [Urbanek 2013].

Poniższy wzór przedstawia podstawowy model kreowania wartości w przedsiębiorstwie [Koller i in. 2011]:

$$\text{Wartość}_0 = \frac{NOPAT_1 \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{wacc - g},$$

gdzie: $NOPAT_1$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu,
 $wacc$ – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa,
 $ROIC$ – zwrot na zaangażowanym kapitale,
 g – stopa wzrostu firmy.

Powyższy wzór można przekształcić do postaci, zgodnie z którą wartość przedsiębiorstwa jest równa sumie zainwestowanego kapitału i wartości bieżącej przyszłych ekonomicznych zysków, przy założeniu, że rosną one o stałą stopę g . Algebraicznie przedstawia to następujący wzór [Koller i in. 2005]:

$$V = IC_0 + \frac{EP_1}{wacc - g} = IC_0 + \frac{IC_0 \times (ROIC - wacc)}{wacc - g},$$

gdzie: EP_1 – zysk ekonomiczny; IC_0 – zainwestowany kapitał.

Zgodnie z powyższym wzorem wartość przedsiębiorstwa zależy od wielkości zaangażowanego kapitału i przyszłej efektywności jego użytkowania. Jeżeli kapitał przedsiębiorstwa będzie stosowany nieefektywnie, tzn. uzyskany zwrot z jego wykorzystania będzie niższy niż koszt kapitału, wartość przedsiębiorstwa ulegnie obniżeniu, poniżej wartości zaangażowanego kapitału. Z tego punktu widzenia, kluczowym elementem oceny efektywności działań przedsiębiorstwa w zakresie tworzenia wartości jest pomiar rzeczywistego zwrotu na zaangażowanym kapitale, w zestawieniu z kosztem kapitału. Metodologia szacowania kosztu kapitału przedsiębiorstwa jest powszechnie stosowana w standardowej postaci². Koszt kapitału przedsiębiorstwa obliczany jest jako średnia ważona z kosztów stosowanych źródeł finansowania, przy przyjęciu wag wynikających z wartości rynkowych tych kapitałów. W przypadku zainwestowanego kapitału jego wielkość powinna odzwierciedlać sumę gotówki zainwestowanej przez właścicieli i dawców kapitału obcego odsetkowego. O ile wielkość środków zainwestowanych przez dawców kapitału obcego jest łatwa do

² Należy w tym miejscu zaznaczyć, że kwestia szacowania kosztu kapitału własnego budzi wiele kontrowersji wśród niektórych badaczy – zob. [Fernandez 2014].

oszacowania, o tyle wkład właścicieli może być zdefiniowany na różne sposoby. Jak wspomniano wyżej, w standardowej wersji wkład ten najczęściej jest przyjmowany na poziomie wartości księgowej kapitału własnego. Niektórzy autorzy twierdzą, że powinien on być przyjmowany w wysokości wartości rynkowej kapitału własnego [Bacidore i in. 1997], ponieważ z punktu widzenia właścicieli, ich wkład w przedsiębiorstwo kształtuje się na poziomie wartości środków, jakie mogliby uzyskać ze sprzedaży akcji firmy po ich obecnej cenie.

W prezentowanym w niniejszym artykule podejściu, proponujemy modyfikację wskaźnika ROIC poprzez uwzględnienie w szacowaniu wartości zaangażowanego kapitału – wartości marki. Ponieważ marka stanowi aktywa firmy, dzięki którym uzyskuje ona dodatkowe dochody, jej wartość powinna być uwzględniona w szacowaniu uzyskanego zwrotu na zaangażowanym kapitale. W przeciwnym razie uzyskany wskaźnik ROIC jest przeszacowany, ponieważ w liczniku (NOPAT) znajdują odzwierciedlenie dodatkowe dochody uzyskane dzięki marce, natomiast w mianowniku nie jest uwzględniony istotny zasób, stanowiący źródło tworzenia tych dochodów. Zgodnie z wymogami regulacji księgowych, wydatki związane z budową marki odnoszone są w koszty okresu przedsiębiorstwa i tym samym nie są one kapitalizowane w bilansie przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia ekonomicznego wydatki na budowę marki mają charakter inwestycji, ponieważ ich oddziaływanie wykracza poza rok obrotowy, w którym są ponoszone. Należy jednak podkreślić, że inwestycje w budowę marki (np. wydatki na reklamę) nie powinny być traktowane w taki sam sposób, jak inwestycje np. w majątek trwały. W przypadku zakupu nowych maszyn i urządzeń powiększają one bilansowy stan aktywów o wartość, po jakiej zostały zakupione. W kolejnych okresach ich wartość bilansowa zostaje pomniejszona o odpisy amortyzacyjne, które wchodzi do rachunku zysków i strat. W przypadku inwestycji w markę, przyrost wartości marki, co do zasady nie jest równy poniesionym nakładom. Efekt tych nakładów w postaci przyrostu wartości marki może, ale nie musi wystąpić z pewnym opóźnieniem. Wydatki związane z marką przedsiębiorstwa mogą mieć trojaki charakter. Po pierwsze mogą przyczyniać się do wzmocnienia jej siły rynkowej i tym samym wzrostu wartości. Po drugie mogą pełnić funkcję podtrzymującą obecną wartość marki, zapobiegając utracie jej wartości. Po trzecie wreszcie, mogą mieć na celu krótkoterminowe zwiększenie sprzedaży produktów oznaczonych marką (promocje sprzedaży), nie przyczyniając się do wzrostu, a nawet mogąc skutkować obniżeniem wartości marki. Ponieważ trudno jest rozdzielić nakłady na markę na trzy wymienione kategorie, nie ma w praktyce możliwości określenia, jaka część wydatków związana jest z tworzeniem dodatkowej wartości marki. Nawet gdyby istniała możliwość precyzyjnego określenia, jaka część nakładów związana jest z budową wartości marki, pozostaje problem rzeczywistej skuteczności tych nakładów. W przypadku skutecznej kampanii promocyjnej przyrost wartości marki w rezultacie jej zastosowania może być znacząco wyższy niż nakłady na tę kampanię, i na odwrót. W konsekwencji uwzględnienie wartości marki w zainwestowanym kapitale nie powinno być dokonywane poprzez kapitalizację

przeszłych nakładów na markę, ale wycenę marki metodami dochodowymi, np. uwolnienia od opłat licencyjnych. Proponowane podejście do oszacowania wartości dodatkowego kapitału zaangażowanego w działalność przedsiębiorstwa poprzez uwzględnienie wartości marki oznacza, że bieżące nakłady na markę są traktowane jako koszt okresu i tym samym nie modyfikują one zysku operacyjnego przedsiębiorstwa. W tym ujęciu koszty związane z marką należy traktować jako nakłady na podtrzymanie obecnej wartości marki. Takie traktowanie kosztów związanych z marką powoduje, że pełnią one podobną funkcję jak amortyzacja majątku trwałego. Amortyzacja co do zasady odzwierciedla spadek wartości majątku trwałego, co oznacza, że jej reinwestowanie w majątek przedsiębiorstwa prowadzi do podtrzymania pierwotnej wartości tego majątku. Analogicznie wydatki na markę zapobiegają utracie jej wartości.

4. Metodologia badania

Celem badania jest porównanie wyników badanych spółek przy uwzględnieniu standardowej i zmodyfikowanej postaci następujących mierników: marży zysku ekonomicznego oraz zwrotu na zaangażowanym kapitale. Marża zysku ekonomicznego (EPM) obliczana jest z następującego wzoru³:

$$EPM = ROIC - WACC.$$

Badanie zostało przeprowadzone na grupie 31 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, dla których dostępne są dane na temat wartości ich marek. Badanie objęło dane z 2010 roku.

W zmodyfikowanym podejściu do obliczenia marży zysku ekonomicznego i zwrotu na zaangażowanym kapitale zainwestowany kapitał szacowany jest z następującego wzoru:

$$IC = E + D + BV,$$

gdzie: IC – zainwestowany kapitał,

E – wartość księgowa kapitału własnego,

D – dług odsetkowy,

BV – wartość marki.

Zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT) szacowany jest w standardowy sposób, tzn. bez jego modyfikacji o kapitalizację nakładów na markę.

Modyfikacja zainwestowanego kapitału o wartość marki, w przypadku odniesienia zwrotu na zaangażowanym kapitale do wskaźnika cena/wartość księgowa

³ Dane finansowe dotyczące parametrów WACC i standardowego ROIC zostały pozyskane z serwisu informacyjnego Bloomberg.

(P/BV), wymaga również odpowiedniego dostosowania tego ostatniego. Ponieważ od strony pasywów wartość marki stanowi składnik pozabilansowej wartości kapitału własnego, zmodyfikowany wskaźnik P/BV obliczany jest z następującego wzoru:

$$\frac{P}{BRV} = \frac{ME}{E + BRV},$$

gdzie: ME – wartość rynkowa kapitału własnego, BRV – wartość marki.

Warunkiem zastosowania przedstawionego w artykule podejścia do szacowania zwrotu na zaangażowanym kapitale i marży zysku ekonomicznego jest znajomość wartości marki. W niniejszym artykule wartość marek analizowanych firm została przyjęta z rankingu najbardziej wartościowych polskich marek dziennika „Rzeczpospolita” dla 2010 roku. W metodologii stosowanej w rankingu wartość marki obliczona jest z następującego wzoru [Rzeczpospolita 2010]:

$$M = \frac{S \times MaxR_r \times BP \times (1 - t)}{r - g},$$

gdzie: S – wartość rocznych przychodów ze sprzedaży netto pod daną marką,
 $MaxR_r$ – maksymalna stawka opłat licencyjnych (procent od przychodów netto) stosowana przy licencjonowaniu marek w danej branży⁴,
 BP – wskaźnik siły marki,
 t – stopa podatku dochodowego,
 g – wskaźnik przewidywanego wzrostu sprzedaży pod daną marką (na poziomie prognozowanej inflacji),
 r – stopa dyskontowa wacc obliczona przy zastosowaniu modelu CAPM.

Tabela 1 przedstawia wartość marek badanych spółek wraz z nakładami reklamowymi w roku 2010⁵.

⁴ Źródło danych: Royalty Stat i Royalty Source.

⁵ Wysokość nakładów reklamowych została podana na podstawie danych firmy badawczej Kantar Media. Wydatki reklamowe podane są na poziomie wynikającym z cenników reklam, bez uwzględnienia upustów, dla następujących mediów: telewizja, radio, gazety, magazyny, outdoor, kina, internet (onet, o2, interia).

Tabela 1. Wartość marek i wydatki reklamowe wybranych spółek w roku 2010

Nazwa spółki	Marka	Wartość marki	Wydatki reklamowe	Nazwa spółki	Marka	Wartość marki	Wydatki reklamowe
AGORA	Gazeta Wyborcza	201,3	117,2	LPP	Reserved, Cropp	522,0	5,5
ALMA MARKET	Alma	53,3	11,1	Mieszko	Mieszko	78,9	2,1
AMBRA	Ambra	27,7	5,7	NG2	CCC, BOTI	79,6	7,7
AMICA WRONKI	Amica	210,2	7,0	ORBIS	Orbis	35,5	2,8
BAKALLAND	Bakalland	66,3	1,7	POLCOLORIT	Polkolorit	17,6	0,0
BARLINEK	Barlinek	41,0	0,5	POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	Orlen	4493,9	52,0
CERAMIKA NOWA GALA	Nowa Gala	29,8	0,5	PRIMA MODA	Prima	82,6	0,3
COLIAN	Jutrzenka, Goplana, Kaliszanka	253,8	23,4	REDAN	Top secret, Troll	41,4	2,4
DECORA	Dekoral	74,3	0,0	SEKO	Seko	34,7	0,0
DEBICA	Dębica	79,1	0,2	ŚNIEŻKA	Śnieżka	111,0	17,4
GINO ROSSI	Gino Rossi	43,6	1,9	VISTULA	Vistula, Wólczanka, W. Kruk	73,0	11,8
GRAAL	Grall	32,4	0,1	WAWEL	Wawel	176,6	16,6
GRUPA LOTOS	Lotos	675,0	34,0	WILBO	Neptun	27,0	0,1
GRUPA ŻYWIEC	Żywiec	1175,4	105,2	WOJAS	Wojas	20,2	0,4
INDYKPOL	Indykpol	16,2	10,9	ZELMER	Zelmer	164,6	5,8
KRUSZWICA	Olej kujawski	190,8	15,3				

* Wartość marki i wydatki reklamowe w mln zł.

Źródło: [Rzeczpospolita 2010], wydatki reklamowe – dane firmy badawczej Kantar Media.

5. Uzyskane wyniki

Tabela 2 przedstawia statystyki opisowe wykorzystanych w badaniu parametrów.

Tabela 2. Statystyki opisowe analizowanych zmiennych

	WACC	ROIC	Marża zysku ekonom. ROIC-WACC	ROIC marka	Marża zysku ekonom. ROIC (z marką)-WACC	PBV	Wartość marki
Średnia	8,49%	7,63%	-0,86%	5,47%	-3,02%	1,95	294,48
Odchylenie standardowe	1,36%	7,81%	7,84%	5,33%	5,44%	1,91	801,79
Max.	11,27%	31,17%	23,73%	16,88%	9,44%	9,87	4 493,90
Min.	5,07%	-14,03%	-20,24%	-11,21%	-17,42%	0,28	16,20

Źródło: obliczenia własne.

Po uwzględnieniu w zainwestowanym kapitale wartości marki średni poziom wskaźnika ROIC dla analizowanych spółek obniżył się z 7,63% do 5,47%, natomiast średnia marża zysku ekonomicznego spadła z -0,86% do -3,02%. Średni wskaźnik P/BV dla spółek wynosił 1,95, co oznacza, że pomimo ujemnej średniej marży zysku ekonomicznego w roku 2010 wartość rynkowa kapitału własnego analizowanych spółek prawie dwukrotnie przewyższała jego wartość księgową.

Tabela 3 przedstawia zwrot na zaangażowanym kapitale i marżę zysku ekonomicznego w ujęciu standardowym i zmodyfikowanym.

Tabela 3. Marża zysku ekonomicznego (ROIC-WACC) dla analizowanych spółek w ujęciu standardowym i zmodyfikowana

Nazwa spółki	Marki	WACC	ROIC	Marża zysku ekonom. ROIC-WACC	ROIC marka	Marża zysku ekonom. ROIC (z marką)-WACC	PBV
1	2	3	4	5	6	7	8
AGORA	Gazeta Wyborcza	10,68%	5,74%	-4,94%	5,1%	-5,61%	1,08
ALMA MARKET	Alma	8,19%	2,05%	-6,14%	1,9%	-6,34%	0,93
AMBRA	Ambra	7,53%	9,59%	2,06%	8,8%	1,28%	0,98

1	2	3	4	5	6	7	8
AMICA WRONKI	Amica	10,35%	4,75%	-5,60%	3,1%	-7,25%	1,14
BAKALLAND	Bakalland	5,94%	4,13%	-1,81%	3,1%	-2,87%	2,41
BARLINEK	Barlinek	7,69%	3,04%	-4,65%	2,9%	-4,79%	1,59
NOWA GALA	Nowa Gala	8,94%	2,77%	-6,17%	2,5%	-6,44%	0,90
COLIAN	Jutrzenka, Goplana, Kaliszanka	11,27%	6,22%	-5,05%	4,4%	-6,86%	0,94
DECORA	Dekorol	7,49%	4,02%	-3,47%	3,0%	-4,50%	1,63
DEBICA	Dębica	8,94%	10,24%	1,30%	9,4%	0,44%	1,17
GINO ROSSI	Gino Rossi	8,78%	5,67%	-3,11%	4,1%	-4,72%	2,32
GRAAL	Grall	5,07%	6,96%	1,89%	6,4%	1,34%	0,37
GRUPA LOTOS	Lotos	8,04%	8,25%	0,21%	7,9%	-0,15%	0,63
GRUPA ŻYWIEC	Żywiec	7,44%	31,17%	23,73%	16,9%	9,44%	9,87
INDYKPOL	Indykpol	8,30%	4,79%	-3,51%	4,5%	-3,76%	1,29
KRUSZWICA	Olej kujawski	7,42%	7,97%	0,55%	6,7%	-0,76%	2,44
LPP	Reserved, Cropp	8,79%	13,87%	5,08%	9,4%	0,59%	5,16
Mieszko	Mieszko	9,63%	9,04%	-0,59%	6,2%	-3,42%	1,19
NG2	CCC, BOTI	9,07%	18,96%	9,89%	16,6%	7,50%	6,18
ORBIS	Orbis	9,52%	0,95%	-8,57%	0,9%	-8,58%	1,04
POLCOLORIT	Polkolorit	8,82%	-2,61%	-11,43%	-2,3%	-11,16%	0,28
ORLEN	Orlen	10,49%	5,68%	-4,81%	5,1%	-5,38%	0,81
PRIMA MODA	Prima	9,49%	9,74%	0,25%	1,5%	-7,96%	1,44
REDAN	Top secret, Troll	8,38%	17,45%	9,07%	12,2%	3,78%	2,35
SEKO	Seko	9,91%	2,05%	-7,86%	1,3%	-8,63%	1,86
ŚNIEŻKA	Śnieżka	7,67%	16,23%	8,56%	12,0%	4,30%	2,71
VISTULA	Vistula, Wólczanka, W. Kruk	8,12%	4,15%	-3,97%	3,7%	-4,46%	0,78
WAWEL	Wawel	8,96%	20,80%	11,84%	11,8%	2,84%	2,88
WILBO	Neptun	6,21%	-14,03%	-20,24%	-11,2%	-17,42%	0,46
WOJAS	Wojas	7,28%	5,97%	-1,31%	4,7%	-2,60%	1,81
ZELMER	Zelmer	8,82%	10,89%	2,07%	7,4%	-1,38%	1,84

Źródło: dane finansowe pierwotne z serwisu informacyjnego Bloomberg, dane zmodyfikowane – obliczenia własne.

Analiza danych zawartych w tabeli 3 wskazuje, że uwzględnienie w zainwestowanym kapitale wartości marki pogarsza wskaźnik ROIC i marżę zysku ekonomicznego wszystkich spółek, które osiągnęły w danym roku dodatni zysk operacyjny po opodatkowaniu (NOPAT). W przypadku czterech spółek modyfikacja wysokości zainwestowanego kapitału spowodowała zmianę marży zysku ekonomicznego z dodatniej na ujemną. Tym samym zmieniła się ocena efektywności działań tych spółek w zakresie tworzenia wartości w roku 2010 – spółki uzyskały zwrot na zaangażowanym kapitale poniżej jego kosztu.

Tabela 4 prezentuje współczynnik korelacji pomiędzy wskaźnikami ROIC i marżą zysku ekonomicznego w ujęciu standardowym i z uwzględnieniem wartości marki, w odniesieniu do wskaźnika cena/wartość księgową.

Tabela 4. Współczynnik korelacji pomiędzy ROIC, marżą zysku ekonomicznego (ROIC-WACC) a wskaźnikiem P/BV dla analizowanych spółek, wyjściowy i zmodyfikowany

	Współczynnik korelacji
ROIC / PBV	0,76
(ROIC – WACC) / PBV	0,77
ROIC marka / P/BV	0,66
(ROIC marka – WACC) / PBV	0,67
ROIC marka / P/BV marka	0,69
(ROIC marka – WACC) / P/BV marka	0,68

Źródło: obliczenia własne.

Wyniki zaprezentowane w tabeli 4 wskazują, że mierniki efektywności działań przedsiębiorstwa – ROIC i marża zysku ekonomicznego są silnie skorelowane ze wskaźnikiem odzwierciedlającym wykreowaną wartość dla akcjonariuszy P/BV. Korelacja ta jest silniejsza w przypadku tradycyjnych mierników niż mierników zmodyfikowanych o wartość marki. Siła korelacji pomiędzy zmodyfikowanym ROIC i marżą zysku ekonomicznego a wskaźnikiem P/BV, uwzględniającym w mianowniku wartość marki, pozostaje na podobnym poziomie jak w odniesieniu do standardowego wskaźnika P/BV.

6. Zakończenie

Celem artykułu było przedstawienie propozycji nowego podejścia do pomiaru efektywności działań przedsiębiorstwa w oparciu o zysk ekonomiczny z uwzględnieniem w wielkości zaangażowanego kapitału wartości kluczowego zasobu przedsiębiorstwa, jakim jest marka. Ponieważ marki stanowią cenne aktywa przedsiębiorstwa,

które przyczyniają się do wzrostu jego zyskowności, przedsiębiorstwa mają „obowiązek” uzyskiwać godziwy zwrot również na tej kategorii pozabilansowych aktywów. Brak uwzględnienia wartości marki w ocenie uzyskanych rezultatów generalnie prowadzi do zawyżenia uzyskiwanego zysku ekonomicznego, co może stanowić błędny sygnał odnośnie do rzeczywistej efektywności działań przedsiębiorstwa. Zastosowanie proponowanej w artykule metodologii do wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie pokazało, że uwzględnienie wartości marki w szacowaniu marży zysku ekonomicznego generalnie pogarsza obraz sytuacji przedsiębiorstw, a w niektórych przypadkach zmienia ocenę uzyskanych wyników z pozytywnej (dodatni zysk ekonomiczny) na negatywną (ujemny zysk ekonomiczny).

Należy podkreślić, że zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki badań mają charakter wstępny i charakteryzują się licznymi ograniczeniami. Należą do nich niewielka liczba objętych badaniem spółek oraz ograniczenie analiz do jednego roku. Wątpliwości może budzić również przyjęcie w badaniu jako wartości analizowanych marek ich wyceny przeprowadzonej na potrzeby sporządzenia rankingu najcenniejszych polskich marek. Zastosowana w rankingu metodologia wyceny marki, choć poprawna metodologicznie, charakteryzuje się szeregiem uproszczeń, które skutkują uzyskaniem przybliżonych wyników.

Dalsze badania nad metodologią pomiaru wyników przedsiębiorstwa z wykorzystaniem danych związanych z marką w celu zwiększenia ich wiarygodności powinny dotyczyć większej liczby spółek, a także obejmować wiele lat. Dodatkowo powinny opierać się na dokładnych szacunkach wartości analizowanych marek.

Literatura

- Bacidore J., Boquist J., Milbourn T., Thakor A., 1997, *The Search for the Best Financial Performance Measure*, Financial Analyst Journal, maj/czerwiec, s. 11-20.
- Cwynar A., Cwynar W., 2002, *Zarządzanie wartością spółki kapitałowej*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa.
- Fernandez P., 2014, *CAPM: an Absurd Model*, working paper, IESE Business School, <http://ssrn.com/abstract=2505597>.
- Koller T., Dobbs R., Huyett B., 2011, *Value: The Four Cornerstones of Corporate Value Creation*, Wiley, Hoboken.
- Koller T., Goddard M., Wessels D., 2005, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley, Hoboken.
- Rappaport A., 1999, *Wartość dla akcjonariuszy*, WIG-Press, Warszawa.
- Rzeczpospolita, 2010 – *Marki polskie*, dodatek do „Rzeczpospolita” 2.12.2010.
- Salinas G., 2009, *The International Brand Valuation Manual*, Wiley, Chichester.
- Srivastava R., Shervani T., Fahey L., 1998, *Market Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis*, Journal of Marketing, styczeń, s. 2-18.
- Stern J., 1993, *EVA. Share Options that Maximize Value*, Corporate Finance, no. 105, s. 31-32.
- Stewart G., 1994, *EVA: Fact and Fantasy*, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 7, no. 2, s. 71-84.
- Urbanek G., 2002, *Zarządzanie marką*, PWE, Warszawa.

- Urbanek G., 2013, *Competitive Advantage Assessment from Financial Perspective*, [w:] *Management Science in Transition Period in South Africa and Poland*, red. J. Teczke, N. Terblanche, International Management Foundation, Cracow University of Economics, Cracow, s. 177-190.
- Young D., O'Byrne S., 2001, *EVA and Value-based Management*, McGraw-Hill, New York.

THE BRAND AND ECONOMIC PROFIT OF THE COMPANY – THE CASE OF SELECTED COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: The purpose of this paper is to provide a method for measuring the effectiveness of the company, based on the modified economic profit and its key component – the return on invested capital (ROIC). The proposed modification concerns the inclusion of brand value in the invested capital. In circumstances when the brand is an important, often key source of value creation for the company, taking into account its value in the calculation of economic profit is crucial for the reliability and completeness of the analysis. The article presents the results of the implementation of proposed methodology on the effectiveness evaluation of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange.

Keywords: brand, brand value, economic profit, shareholder value.