Tomczyk, P., *Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa*, w: *Przedsiębiorstwo a otoczenie*, red. Pakulska T., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 59-78

Przemysław Tomczyk

Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

W celu osiągnięcia przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwo wykorzystuje aktywa (*assets*) będące w jego posiadaniu[1]. Do aktywów tych zgodnie z ujęciem księgowym zalicza się wartości niematerialne i prawne, aktywa trwałe, aktywa obrotowe, kapitał własny i kapitał obcy[2]. Ujęcie to pozwala na dokonanie wyceny wartości przedsiębiorstwa metodą księgową na podstawie bilansu przedsiębiorstwa[3]. Metoda ta, choć jest jedną z najpopularniejszych[4], ma istotne ograniczenia. Jedno z nich polega na tym, że nie uwzględnia wartości wszystkich aktywów przedsiębiorstwa, m.in. wartości klientów. Sunil Gupta i Donald Lehmann w pracach *Valuing Customers* oraz *Customers as Assets* wykazali, że stosowanie metody księgowej (kontekst przeszłości) prowadzi do niedoszacowania wartości przedsiębiorstw charakteryzujących się niskim poziomem aktywów trwałych oraz niskim poziomem lub brakiem przepływów gotówkowych, a wysokim poziomem wartości posiadanych klientów jako aktywów marketingowych[5]. W efekcie przedsiębiorstwo wycenione poniżej swojej wartości wynikającej z wysokiej wartości portfela klientów może mieć utrudniony dostęp do kapitału, co z kolei może wpłynąć

[1] Termin „aktywa" (*assets*) jest w niniejszej pracy rozumiany szerzej niż w rachunkowości finansowej i oznacza ogół zasobów wykorzystywanych przez przedsiębiorstwo w celu budowania przewagi konkurencyjnej. Ze względu na powszechne zastosowanie w języku angielskim terminu *assets* na określenie aktywów przedsiębiorstwa oraz terminu „zasób" na określenie przedmiotu zainteresowania zasobowej teorii przedsiębiorstwa (*resource-based view theory*), terminy „aktywa" i „zasoby" będą używane w pracy zamiennie.

[2] M. Melich, *Nowoczesne metody wyceny przedsiębiorstw*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2007, s. 144.

[3] M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek*, w: *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, red. M. Panfil, A. Szablewskiego, Difin, Warszawa 2006, s. 38.

[4] *Ibidem*.

[5] S. Gupta, D. Lehmann, *Customers as Assets, Journal of Interactive Marketing*, vol. 17, no. 1, Winter 2003, s. 22.

negatywnie na jego rozwój. Zatem aktywa, którymi dysponuje przedsiębiorstwo, to nie tylko aktywa bilansowe, lecz także aktywa związane z klientami[6].

Ustalenia S. Gupty i D. Lehmanna stanowią inspirację dla zbadania problemu w szerszej perspektywie.

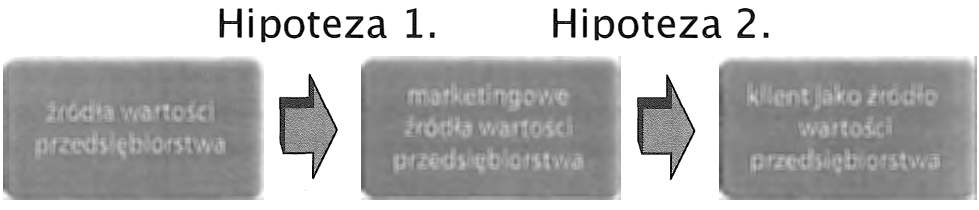
Celem niniejszego artykułu jest wykazanie, że **klient stanowi kluczowe źródło wartości przedsiębiorstwa**[7]. W tym celu dokonano analizy literatury z zakresu marketingu i wyceny wartości przedsiębiorstw. Postawiono dwie hipotezy:

H.1. Marketingowe źródła wartości przedsiębiorstwa stanowią kluczowe źródła wartości przedsiębiorstwa.

H.2. Klient jest kluczowym elementem marketingowych źródeł wartości przedsiębiorstwa.

Dla zobrazowania przedstawionych hipotetycznych zależności posłużono się formą graficzną (rysunek 1)

Rysunek 1. Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa – model heurystyczny



Źródło: Opracowanie własne.

Istnieje wiele źródeł wartości przedsiębiorstwa. Wśród nich można wyróżnić źródła marketingowe, stanowiące istotny (kluczowy) element źródeł jako całości (H.1.). Natomiast wśród źródeł marketingowych kluczowym elementem są klienci (H.2.).

W rozdziale 1 przedstawiono próbę wykazania istotności składnika niematerialnego i pozabilansowego w strukturze źródeł wartości przedsiębiorstwa. W rozdziale 2 scharakteryzowano koncepcje marketingowych źródeł wartości przedsiębiorstwa, co w połączeniu z ustaleniami z rozdziału 1 pozwoliło na weryfikację hipotezy 1. W rozdziale 3 przedstawiono klienta jako marketingowe źródło wartości przedsiębiorstwa, co w połączeniu ustaleniami rozdziału 2 pozwoliło na weryfikację hipotezy 2.

[6] M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek..., op. cit.*, s. 30.

[7] Znaczenie klienta jako najcenniejszego kapitału przedsiębiorstw podkreśla B. Dobiegała-Korona w pracy: B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa*, w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa*, red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa, 2006, s. 84.

1. Źródła wartości przedsiębiorstwa

Wartość przedsiębiorstwa (ang. *Firm Value* – FV, *Corporate Value* – CV, *Enterprise Value* – EV) to zdolność do kreowania przez nie wolnych przepływów pieniężnych oraz do generowania nadwyżek w stosunku do zainwestowanego kapitału[8], co może skutkować wzrostem jego ceny na zorganizowanym rynku (np. na giełdzie). Pojęcie wartości przedsiębiorstwa odnosi się zatem do przyszłości.

Najważniejsze cechy wartości przedsiębiorstwa to:

- wymiar strategiczny,
- perspektywa długookresowa,
- wartość przyszła wyrażona w pieniądzu.

Wymiar strategiczny dotyczy maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa jako głównego celu jego działalności, mogącego prowadzić do maksymalizacji zysku i innych korzyści dla akcjonariuszy i pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa. Perspektywa długookresowa wiąże się z budowaniem wartości przez dłuższy czas, co ma zapewnić zaufanie rynków, na których przedsiębiorstwo konkuruje (głównie rynku inwestorów, pracowników, dostawców i klientów). Wyrażona w pieniądzu wartość odniesiona do przyszłości stanowi miarę skuteczności działań mających prowadzić do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Inwestor, pracownik czy klient będzie mógł związać się z przedsiębiorstwem wtedy, kiedy będzie spodziewał się realnych korzyści dla siebie w przyszłości.

Źródła wartości przedsiębiorstwa są to czynniki, które przyczyniają się do tworzenia tej wartości. Istnieje wiele typologii źródeł wartości przedsiębiorstwa[9]. Z punktu widzenia podjętego w artykule tematu najważniejszy jest podział na:

1. bilansowe – pozabilansowe,
2. strategiczne – operacyjne,
3. rynkowe – nierynkowe,
4. pierwotne – wtórne,
5. materialne – niematerialne.

Podział **na źródła bilansowe i niebilansowe** umożliwia dokonanie ich klasyfikacji i wartościowania przedsiębiorstw zgodnie z zasadami rachunkowości finansowej. Efektem wartościowania źródeł pochodzenia bilansowego jest uzyskanie wyrażonej w pieniądzu księgowej wartości przedsiębiorstwa. Według Stephena Rossa, Randolpha Westerfielda

[8] M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek... op.cit.*, s. 28

[9] Zob. m.in.: P. Szymański, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, praca doktorska, http://www.zbc.uz.zgora.pl/Content/8527/index0.htm, s. 33 i n., 25 lipca 2011 r.).

i Bradforda Jordana[10] aktywa bilansowe, od których zależy wartość przedsiębiorstwa, można podzielić na majątek trwały i majątek obrotowy. Lista aktywów pozabilansowych jest dużo szersza i obejmuje tzw. dobre zarządzanie, reputację przedsiębiorstwa, kwalifikację pracowników i kadry zarządzającej, strukturę organizacyjną oraz kontakty z otoczeniem. We współczesnej gospodarce lista aktywów pozabilansowych stale się powiększa i obejmuje także aktywa związane z klientami. Jak twierdzą Stanisław Kasiewicz, Waldemar Rogowski i Monika Kicińska, aktywa tego rodzaju obejmują wszystkie niewymierne elementy kształtujące różnicę między całkowitą wartością przedsiębiorstwa a jego wartością finansową, czyli różnicą między wartością całkowitą a kapitałem tradycyjnym i finansowym[11]. Wynika to z faktu, że w sytuacji silnej konkurencji są to aktywa coraz trudniej dostępne i w głównej mierze decydują one o przewadze konkurencyjnej.

W oparciu o dane finansowe został stworzony przez A. Blacka, P. Wrighta i J. E. Bachmana[12] podział na **źródła strategiczne i operacyjne**. Do źródeł strategicznych zaliczają oni ryzyko i rentowność, a do źródeł operacyjnych m.in. jednostkowy poziom sprzedaży, koszty ogólne, ceny, politykę płatności czy inne warunki sprzedaży. Trzecim czynnikiem, występującym w tej typologii, jest czynnik finansowy. Ma on charakter zbioru miar odzwierciedlających podstawowe wielkości występujące w przedsiębiorstwie, a mianowicie wielkość sprzedaży, marżę przepływów gotówkowych, kapitał obrotowy, majątek trwały i koszt kapitału. Ujęcie to jako oparte w głównej mierze na aktywach bilansowych, nie uwzględnia czynników pozabilansowych związanych z klientami. To, co jest cenne w proponowanej przez autorów systematyce, to odróżnienie czynników strategicznych od operacyjnych. Jeżeli zakres źródeł wartości przedsiębiorstwa zostanie rozszerzony o wartość długookresowych relacji z klientami, uzyskamy wówczas dodatkowe aktywa spełniające kryterium aktywów o znaczeniu strategicznym, to jest takich, które mają wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa w długim okresie.

W przypadku podziału źródeł na **rynkowe i nierynkowe**[13] może wystąpić kontrowersja dotycząca charakteru aktywów pochodzących z zewnątrz. Jeżeli przyjąć, że współczesne przedsiębiorstwo konkuruje na wielu rynkach (na rynku kapitału – inwesto-

---

[10] S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 42.

[11] S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska, *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 71.

[12] A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Oficyna Wydawnicza Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2000, s. 101.

[13] Podział powstał na podstawie wyodrębnienia aktywów marketingowych, dokonanego przez R. K. Srivastava i in. w pracy R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, Journal of Marketing*, January 1998, vol. 62, s. 2–18. Stosując logikę zakresu nazw, należy zauważyć, że jeśli istnieją aktywa o charakterze rynkowym (ang. *market-based assets*) i nie obejmują one wszystkich dostępnych na rynku aktywów (np. kapitału wynikającego z wiedzy ukrytej), to wszystkie pozostałe można nazwać aktywami o charakterze nierynkowym.

rów, rynku pracowników, rynku dostawców i rynku klientów), to konsekwencją takiego rozumowania musi być uznanie aktywów w postaci kapitałów obcych, pracowników, dostawców i klientów za rynkowe czynniki wartości przedsiębiorstwa. W konsekwencji przyjęcia tej typologii i wyróżnienia aktywów związanych z rynkiem klientów, partnerów i społeczeństwa jako odbiorców wartości, aktywa te będą nazywane **marketingowymi (rynkowymi)** czynnikami wartości przedsiębiorstwa, a wszystkie pozostałe – czynnikami **niemarketingowymi (nierynkowymi).** Znajduje to swoje odzwierciedlenie w najpopularniejszej definicji marketingu sformułowanej przez Amerykańskie Stowarzyszenie Marketingu (ang. *American Marketing Association,* AMA). W definicji tej podkreśla się znaczenie wymiany ofert posiadających wartość między przedsiębiorstwem a klientami, partnerami i społeczeństwem[14].

Istota podziału na **czynniki pierwotne i wtórne** zaproponowanego przez Piotra Szymańskiego[15] polega na rozróżnieniu źródeł według kolejności ich powstawania. Najważniejszym czynnikiem o charakterze pierwotnym został uznany kapitał intelektualny. Czynnik ten, rozumiany jako całkowity zasób czynników stanowiących niematerialne źródła wartości w przedsiębiorstwie[16], decyduje o wielkości czynników wtórnych, będących miarami efektywności prowadzonej działalności operacyjnej, takich jak przychody i koszty. Do źródeł wtórnych autor zalicza czynniki o charakterze finansowym, takie jak zarządzanie strukturą kapitałową i zarządzanie ryzykiem. Istotność tej typologii w kontekście miejsca klienta w systemie źródeł wartości przedsiębiorstwa polega na odróżnieniu źródeł pierwotnych od źródeł wtórnych. Jeśli przyjąć, że źródła wtórne stanowią efekt lub miary efektów wykorzystania źródeł pierwotnych, to wówczas do źródeł pierwotnych można zaliczyć również źródła związane z klientami jako generatorem wartości przedsiębiorstwa[17].

Zgodnie ze sprawozdaniem finansowym na wartość przedsiębiorstwa składają się **aktywa materialne i niematerialne,** a także aktywa finansowe rozumiane jako źródła jego wartości. Do aktywów materialnych zalicza się rzeczowe aktywa trwałe oraz zapasy (bez zaliczek). Aktywa niematerialne stanowią wartości niematerialne i prawne, a do

---

[14] *Marketing is the activity, set of institutions, and processes for creating, communicating, delivering, and exchanging offerings that have value for customers, clients, partners, and society at large. (Approved October 2007)* http://www.marketingpower.com/AboutAMA/Pages/DefinitionofMarketing.aspx (26 lipca 2011 r.) – „Marketing to działania, zbiór instytucji i procesów w celu tworzenia, komunikowania, dostarczania i wymiany ofert posiadających wartość dla klientów, partnerów i społeczeństwa jako całości" (tłumaczenie własne).

[15] P. Szymański, *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa,* praca doktorska, ttp://www.zbc.uz.zgora.pl/Content/8527/index0.htm, s. 38 i n., (25 lipca 2011 r.).

[16] G. Urbanek, *Kapitał intelektualny,* w: *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora,* red. M. Panfil, A. Szablewski, Difin, Warszawa 2006, s. 179.

[17] B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa... op. cit.,* s. 86 i n.

aktywów finansowych zaliczamy należności krótko- i długoterminowe, długoterminowe aktywa finansowe, długoterminowe rozliczenia międzyokresowe oraz krótkoterminowe aktywa finansowe[18]. Wartość przedsiębiorstwa liczona w ten sposób stanowi jego wartość księgową[19].

Wartość przedsiębiorstwa jest jednak często znacząco wyższa niż jej wartość księgowa[20] (tabela 1). Wynikać to może z faktu, że inwestorzy giełdowi doceniają rolę nieujętych bezpośrednio w bilansie niematerialnych aktywów przedsiębiorstwa jako tych, które w największym stopniu decydują o sukcesie firmy w przyszłości[21].

Z powyższego zestawienia wynika, że 25 na 50 czołowych koncernów międzynarodowych według rankingu *Financial Times* z 31 marca 2011 r. osiąga wyższą wartość rynkową niż wartość księgową. Oznaczać to może, że przedsiębiorstwa te dysponują aktywami stanowiącymi wartość dla akcjonariuszy, a nie ujętymi w sprawozdaniach finansowych. Według Krzysztofa Pniewskiego i Bohdana Bartoszewicza do aktywów niematerialnych decydujących o sukcesie przedsiębiorstwa należą: lojalność i satysfakcja klientów, jakość kadry zarządzającej, innowacyjność i sprawność organizacji, dbałość o środowisko naturalne i pracowników[22]. Ż. Waśkowski twierdzi (za Romanem Niemczykiem i Moniką Marcinkowską), że najczęściej przytaczane wartości składowe firmy to kultura organizacyjna, wartość zasobów ludzkich, koszty poniesione na szkolenia i budowanie lojalności załogi, kapitał intelektualny, strategie i procedury działania, bazy danych, portfel klientów i ich lojalność, innowacyjność, marki produktów, nazwa firmy, systemy informacyjne, programy komputerowe, licencje, reputacja przedsiębiorstwa, *know-how*, wartość nabytego przez przedsiębiorstwo impetu działania, korzyści i przywileje, jakie dotychczas zdobyło sobie przedsiębiorstwo, długookresowe powiązania i kooperacje z partnerami handlowymi[23].

---

[18] A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 39–53.

[19] M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek... op. cit.*, s. 29.

[20] K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Kreowanie wartości jako cel nadrzędny*, w: *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 50.

[21] *Ibidem*, s. 50.

[22] *Ibidem*. Jakość kadry zarządzającej oraz pracowników stanowi element kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa, jakim jest kapitał ludzki – por. M. Panfil, *Wprowadzenie do wyceny spółek... op. cit.*, s. 30 i n.

[23] Z. Waśkowski, *Wycena wartości firmy – metody i zastosowanie*, http://www.swiatmarketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id_numer=931427 (25 lipca 2011 r.). Zob. także por. R. Niemczyk, *Wycena wartości niematerialnych i prawnych*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2000, s. 111–112 i M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000, s. 34–38.

Tabela 1. Wartość rynkowa i księgowa pierwszych 50 przedsiębiorstw według rankingu FT Global 500 na dzień 31 marca 2011 r.[24]

Pozycja w rankingu 2011	Nazwa przedsiębiorstwa	Branża	Wartość rynkowa (mln USD)	Wartość księgowa (mln USD)	Wartość rynkowa/ wartość księgowa (*market-to-book ratio*)
1	**Exxon Mobil**	**Oil & gas producers**	**417 166,7**	**298 983,0**	**1,40**
2	**PetroChina**	**Oil & gas producers**	**326 199,2**	**251 279,1**	**1,30**
3	**Apple**	**Technology hardware & equipment**	**321 072,1**	**75 183,0**	**4,27**
4	Industrial & Commercial Bank of China	Banks	251 078,1	2 042 093,6	0,12
5	Petrobras	Oil & gas producers	247 417,6	309 336,9	0,80
6	**BHP Billiton**	**Mining**	**247 079,5**	**83 835,2**	**2,95**
7	China Construction Bank	Banks	232 608,6	1 640 263,0	0,14
8	Royal Dutch Shell	Oil & gas producers	228 128,7	317 199,5	0,72
9	**Chevron**	**Oil & gas producers**	**215 780,6**	**183 918,0**	**1,17**
10	**Microsoft**	**Software & computer services**	**213.336,4**	**86 113,0**	**2,48**
11	General Electric	General industrials	212 917,8	751 200,0	0,28
12	Berkshire Hathaway	Nonlife insurance	206 671,3	372 229,0	0,56
13	**Nestle**	**Food producers**	**199 406,6**	**117 483,5**	**1,70**
14	**IBM**	**Software & computer services**	**198 869,8**	**110 232,0**	**1,80**
15	Gazprom	Oil & gas producers	190 829,1	302 017,0	0,63
16	**China Mobile**	**Mobile telecommunications**	**184 842,3**	**129 297,7**	**1,43**
17	JP Morgan Chase	Banks	183 639,7	2 117 605,0	0,09

[24] W odniesieniu do nazwy branży zachowano pisownię oryginału.

Pozycja w rankingu 2011	Nazwa przedsiębiorstwa	Branża	Wartość rynkowa (mln USD)	Wartość księgowa (mln USD)	Wartość rynkowa/ wartość księgowa (*market-to-book ratio*)
18	HSBC	Banks	181 936,9	2 459 129,8	0,07
19	**WalMart Stores**	**General retailers**	**181 716,7**	**180 336,0**	**1,01**
20	AT&T	Fixed line telecommunications	180 948,8	268 488,0	0,67
21	**Procter & Gamble**	**Household goods & home construction**	**172 528,2**	**128 172,0**	**1,35**
22	**Oracle**	**Software & computer services**	**169 185,6**	**60 311,0**	**2,81**
23	**Vale**	**Mining**	**168 232,1**	**127 844,7**	**1,32**
24	Wells Fargo	Banks	167 415,9	1 258 128,0	0,13
25	**Johnson & Johnson**	**Pharmaceuticals & biotechnology**	**162 361,8**	**97 812,0**	**1,66**
26	Pfizer	Pharmaceuticals & biotechnology	162 301,4	193 825,0	0,84
27	**Coca Cola**	**Beverages**	**152 258,8**	**72 823,0**	**2,09**
28	**Google**	**Software & computer services**	**147 199,8**	**57 586,0**	**2,56**
29	Bank of China	Banks	145 977,9	1 583 323,2	0,09
30	Vodafone Group	Mobile telecommunications	145 923,3	236 649,4	0,62
31	**Rio Tinto**	**Mining**	**144 447,4**	**112 402,0**	**1,29**
32	**Novartis**	**Pharmaceuticals & biotechnology**	**143 633,0**	**131 006,7**	**1,10**
33	Total	Oil & gas producers	143 227,1	190 549,1	0,75
34	Agricultural Bank of China	Banks	141 363,1	1 568 507,6	0,09
35	Toyota Motor	Automobiles & parts	139 367,4	323 425,4	0,43
36	**Samsung Electronics**	**Technology hardware & equipment**	**138 159,2**	**118 782,9**	**1,16**
37	BP	Oil & gas producers	136 848,0	274 781,6	0,50

Pozycja w rankingu 2011	Nazwa przedsiębiorstwa	Branża	Wartość rynkowa (mln USD)	Wartość księgowa (mln USD)	Wartość rynkowa/ wartość księgowa (*market-to-book ratio*)
38	Bank of America	Banks	134 914,9	2 264 909,0	0,06
39	Citigroup	Banks	128 703,9	1 913 902,0	0,07
40	**Roche**	**Pharmaceuticals & biotechnology**	**127 055,6**	**62 796,4**	**2,02**
41	**Schlumberger**	**Oil equipment & services**	**126 818,6**	**51 767,0**	**2,45**
42	Siemens	General industrials	125 465,5	134 723,7	0,93
43	**Philip Morris International**	**Tobacco**	**117 945,6**	**35 050,0**	**3,37**
44	Telefonica	Fixed line telecommunications	114 411,3	166 107,3	0,69
45	ConocoPhillips	Oil & gas producers	114 171,6	156 154,0	0,73
46	**CNOOC**	**Oil & gas producers**	**112 560,2**	**49 752,8**	**2,26**
47	**Intel**	**Technology hardware & equipment**	**110 747,8**	**62 897,0**	**1,76**
48	Verizon Communications	Fixed line telecommunications	107 911,9	220 005,0	0,49
49	Sinopec	Oil & gas producers	107 906,8	148 630,7	0,73
50	**PepsiCo**	**Beverages**	**103 085,3**	**68 153,0**	**1,51**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Financial Times Global 500*, http://www.ft.com/intl/reports/ft-500-2011 (na dzień 15 lipca 2011 r.)

Powyższe rozważania prowadzą do konkluzji o braku możliwości utożsamienia wartości przedsiębiorstwa rozumianej jako wartość rynkowa z jego wartością księgową. Czynnikami decydującymi o wartości rynkowej są czynniki o charakterze pozabilansowym, strategicznym, pierwotnym i niematerialnym. Wśród nich znajdują się czynniki o charakterze marketingowym.

2. Marketingowe źródła wartości przedsiębiorstwa

Perspektywa zysków księgowych jest jedną z przyczyn postrzegania danej działalności w kategoriach krótkookresowych, a ponadto uzasadnia niedoinwestowanie w obszarze aktywów związanych z przepływem informacji, w tym aktywów marketingowych[25]. Jak wykazano powyżej, w dzisiejszej gospodarce opartej na przepływie informacji perspektywa zysków księgowych jest perspektywą zawodną, gdyż to aktywa niematerialne, nieujęte w bilansie, są głównym źródłem wartości[26].

Marketingowe (rynkowe) źródła wartości przedsiębiorstwa można rozumieć szeroko jako zasoby pierwotne, niematerialne i pozabilansowe, które przedsiębiorstwo pozyskuje konkurując na różnych rynkach (ang. *markets*) i które mają wpływ na jego wartość. Innymi słowy są to czynniki, które przedsiębiorstwo pozyskuje z rynków i które przyczyniają się do tworzenia jego wartości jako zasoby/aktywa będące w jego posiadaniu. Do czynników tych można zaliczyć np. pracowników (ich kwalifikacje i kompetencje) pozyskanych z rynku pracy czy klientów (relacje z nimi) pozyskanych z rynku klientów potencjalnych. Na tej podstawie w przedsiębiorstwie mogą być tworzone strategie marketingowe ukierunkowane na budowanie przewagi konkurencyjnej.

Na potrzeby niniejszej pracy źródła marketingowe będą rozumiane wąsko jako zasoby związane z rynkiem odbiorców oferty przedsiębiorstwa. Do zasobów tych można zaliczyć np. markę, sieć dystrybucji czy relacje z klientami[27].

Zgodnie z koncepcją zarządzania opartego na wartości (ang. *Value Based Management*, VBM) wzrost wartości przedsiębiorstwa jest głównym miernikiem efektywności stosowanych strategii marketingowych, czyli strategii zorientowanych na pozyskanie i wykorzystanie zasobów marketingowych w celu budowania przewagi konkurencyjnej. Wynika to z głównego celu tej koncepcji, jakim jest zwiększanie wartości przedsiębiorstwa[28]. Cel ten może być realizowany poprzez finansowe czynniki tworzenia wartości,

---

[25] P. Doyle, *Marketing wartości*, Felberg SJA, Warszawa 2003, s. 23.

[26] *Ibidem*.

[27] R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, Journal of Marketing*, January 1998, vol. 62, 2–18, s. 8.

[28] K. Pniewski, B. Bartoszewicz, *Kreowanie wartości jako cel nadrzędny*, w: *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008, s. 50. *Ibidem*, s. 52.

takie jak wzrost wartości sprzedaży, marży na działalności operacyjnej czy też optymalizacja kosztów kapitału[29]. W ujęciu księgowym panuje podejście polegające na traktowaniu finansowych czynników tworzenia wartości zarówno jako celu działalności gospodarczej, jak i jej strategii rozumianej jako oddziaływanie na rynek celem pozyskania aktywów do jej prowadzenia[30]. Tymczasem czynniki te mają charakter wtórny w stosunku do źródeł, z których pochodzą, czyli źródeł rynkowych, a ich optymalizacja kosztem tych źródeł może mieć negatywne skutki dla wartości przedsiębiorstwa w długim okresie. Przykładem traktowania finansowych czynników tworzenia wartości jako strategii przedsiębiorstwa jest redukcja kosztów obsługi klientów, która prowadzi do zwiększenia marży. Działanie to w krótkim okresie może przynieść oczekiwany efekt w postaci wzrostu zysków, lecz w długim okresie może spowodować odejście części klientów i utratę rynkowych źródeł wartości przedsiębiorstwa, które stanowią podstawę dla finansowych czynników tworzenia wartości. Prawidłowa kolejność cyklu tworzenia wartości przedsiębiorstwa prowadzi od czynników marketingowych jako generatorów wartości (ang. *marketing performance*), poprzez finansowe miary efektywności przedsiębiorstwa (ang. *financial performance*) aż do wartości przedsiębiorstwa (ang. *firm value*)[31]. Zatem wartość przedsiębiorstwa jest miarą skuteczności strategii marketingowych, z których największe znaczenie mają strategie związane z klientem (rysunek 2).

Rysunek 2. Proces tworzenia wartości w przedsiębiorstwie

Źródło: Opracowanie własne.

Marketingowe źródła wartości przedsiębiorstwa można więc wyprowadzić z założeń definiujących współczesny marketing. Tradycyjnie aktywność marketingowa przedsiębiorstwa sprowadzała się do zapewnienia sukcesu przedsiębiorstwa na rynku produktu[32]. Przejawem tego sukcesu był rosnący udział w rynku i zadowolenie klientów[33]. Obecnie zgodnie z koncepcją zarządzania poprzez wartości, rolą marketingu jest kreowanie

[29] *Ibidem*, s. 60.
[30] Chodzi o rynek klientów.
[31] D. R. Lehmann, *Metrics for Making Marketing Matter, Journal of Marketing,* October 2004, vol. 68, s. 73–75.
[32] R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, Journal of Marketing,* January 1998, vol. 62, s. 2.
[33] P. Doyle, *Marketing... op. cit.*, s. 35.

wartości przedsiębiorstwa poprzez realizację strategii pozwalających na maksymalizację tej wartości. Efektywność strategii marketingowych może wpływać pozytywnie na konkurencyjność przedsiębiorstwa na rynku kapitału czy rynku pracowników[34].

Rajendra Srivastava, Tasadduq Shervani i Liam Fahey w swojej pracy *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework to Analysis* za punkt wyjścia przyjmują założenie o powiązaniu marketingu z finansami przedsiębiorstwa celem skutecznego zarządzania aktywami marketingowymi. Następstwem tak rozumianego powiązania ma być maksymalizacja wartości dla udziałowców[35], co wymaga przedefiniowania roli marketingu z narzędzia osiągania sukcesu na rynku produktu do elementu strategii przedsiębiorstwa. W efekcie tych założeń autorzy zaproponowali koncepcję aktywów marketingowych jako aktywów powstałych w wyniku interakcji przedsiębiorstwa z podmiotami zewnętrznymi. Aktywa te, zdaniem autorów, powinny spełniać cztery warunki konieczne, by uznać je za kreujące wartość: poddawać się konwersji, czyli charakteryzować się przełożeniem na wzrost wartości, być rzadkie, trudne do imitowania i nie mieć idealnych substytutów. Mają one charakter niematerialny i pozabilansowy. Aktywa zostały podzielone na aktywa oparte na relacjach (ang. *relational market-based assets*) i aktywa intelektualne (ang. *intellectual market-based assets*). Aktywa oparte na relacjach zdefiniowano jako wynik, efekt (ang. *outcome*) relacji przedsiębiorstwa z jego kluczowymi interesariuszami. Zaliczono do nich dystrybutorów, detalistów, klientów (ang. *end customers*), wspólnoty społeczne oraz agencje rządowe. Do najważniejszych wyników relacji z klientami zaliczono markę oraz bazę klientów. Aktywa intelektualne zdefiniowano jako wiedzę o otoczeniu posiadaną przez przedsiębiorstwo. Wiedza ta dotyczy możliwości pojawiających się i funkcjonujących na rynku i jednostek funkcjonujących na nim, takich jak: konkurenci, klienci, kanały dystrybucji, dostawcy oraz społeczne i polityczne grupy interesu[36].

Analiza literatury wykonana przez autorów pozwoliła na wyciągnięcie wniosków o istnieniu zależności stopnia natężenia związku długoterminowych relacji z klientem od wiedzy przedsiębiorstwa na jego temat[37]. Aktywa marketingowe poddano testowi na kreację wartości według modelu zaproponowanego powyżej. Aby stwierdzić ich przydatność w procesie kreowania wartości, porównano je z aktywami materialnymi, ujętymi w bilansie, takimi jak: wyposażenie, urządzenia, surowce i wyroby gotowe. W wyniku

[34] M. Kimbrough, L. McAlister, *Linking Marketing Actions to Value Creation and Firm Value: Insight from Accounting Research, Journal of Marketing Research,* June 2009, vol. XLVI, s. 313–319.

[35] R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value... op. cit.,* s. 2.

[36] Definicja i przykłady aktywów intelektualnych – R.K. Srivastava, T.A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value* za: I. Nonaka, H. Takeuchi, *The Knowledge Creating Company,* Oxford University Press, New York 1995.

[37] R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value,* s. 5.

przeprowadzonego testu stwierdzono, że aktywa marketingowe posiadają takie cechy, jak aktywa niematerialne, np. mogą być przedmiotem sprzedaży, stanowić powód oferowania wyższych cen czy kreować skuteczne bariery wyjścia dla obecnych klientów. Są to cechy świadczące o ich potencjale do kreowania wartości, zatem poddadzą się konwersji. Ponadto zgodnie z zaproponowaną formułą testu stwierdzono, że występują dodatkowe cechy, które mogą być podstawą do uzyskania przez przedsiębiorstwo przewagi konkurencyjnej o wyjątkowym charakterze. Cechami tymi są unikalność (np. niepowtarzalność charakteru relacji z określoną grupą klientów), trudność imitacji (np. wizerunek lub emocje związane z marką przedsiębiorstwa) oraz brak perfekcyjnych substytutów, co powoduje, że konkurent nie jest w stanie dokładnie odtworzyć danego aktywa. Ustalono, że najważniejsze są te aktywa niematerialne, które dostarczają wartości dla klientów i wpływają na poziom ich satysfakcji i lojalności. Satysfakcja z kolei, zdaniem autorów, determinuje zachowania klientów (np. skłonność do akceptacji wyższych cen), sprzyjające maksymalizacji ważnych dla przedsiębiorstwa wskaźników efektywności jego działań (np. zwiększenie poziomu lojalności klientów). To z kolei przekłada się na optymalizację kluczowych czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa. Jako dowód na istotny wkład czynników niematerialnych w wartość przedsiębiorstwa autorzy podają wartość wskaźnika *market-to-book ratio*, który według Anthony'ego Caparo i Rajendry Srivastavy[38] dla przedsiębiorstw z listy *Fortune 500* wyniósł 3,5[39].

Problem jednak polega na tym, że aktywa niematerialne są trudniejsze do rozpoznania i pomiaru, co niewątpliwie utrudnia ich wycenę i zarządzanie nimi. Trudności te zaowocowały funkcjonowaniem wielu różnych podejść do pomiaru tej wartości. Autorzy podkreślają, że najpopularniejszą ze stosowanych metod jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. *Discounted Cash Flow,* DCF), która polega na określaniu charakterystycznej dla wartości niematerialnych obecnej wartości przyszłych przepływów pieniężnych kreowanych przez aktywa[40]. Każdy z elementów aktywów niematerialnych może być wyceniony osobno[41] z uwzględnieniem potencjału wzrostu i powiązanych z nim ryzyk. Jest to szczególne istotne z punktu widzenia oceny wpływu tych zasobów na wartość przedsiębiorstwa.

W wyniku przeprowadzonego badania źródeł ustalono, że wykorzystanie aktywów marketingowych ma pozytywny wpływ na każdy z elementów DCF, tzn. na przyspieszenie wystąpienia przepływu, wzrost jego poziomu, redukcję ryzyka związanego ze

[38] A. Caparo, R. K. Srivastava, *Has the Influence of Financial Performance on Reputation Measures been Overstated?,* „Corporate Reputation Review", 1997, 1 (1), s. 86–93.

[39] Argument ten jest wykorzystywany także w odniesieniu do spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych – zob. G. Urbanek, *Kapitał intelektualny... op. cit.*, s. 179.

[40] R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value... op. cit.*, s. 9.

[41] Np. wartość marki czy wartość klientów.

zmiennością i wrażliwością przepływu oraz poziom wartości rezydualnej. Na podstawie analizy źródeł wtórnych (badań i opracowań) ustalono, że na każdy z wymienionych elementów wpływa element bądź elementy związane z relacjami z klientem. Przyspieszenie wystąpienia przepływu jest zależne od czasu akceptacji produktu i strategii promocji, wzrost jego poziomu warunkuje występowanie strategii sprzedaży krzyżowej, a lojalność, rozmiar i jakość bazy klientów redukują zmienność i wrażliwość przepływów, i są determinantą wartości rezydualnej.

Według Shuby Srinivasana i Dominique'a Hanssensa o wpływie działań marketingowych na wartość przedsiębiorstwa[42] stanowią: kapitał marki, kapitał klientów, satysfakcja klientów, badania i rozwój, jakość produktu oraz działania z zakresu kompozycji marketingowej (*marketing mix*)[43]. Wymienione czynniki zostały sparametryzowane, co w powiązaniu z opisem miar służących pomiarowi wartości przedsiębiorstwa ułatwia prowadzenie badań pierwotnych. Publikacja ta doczekała się licznych komentarzy krytycznych, jednak krytyka dotyczyła głównie proponowanych metod parametryzacji czynników marketingowych i metod pomiaru wartości przedsiębiorstwa. Nie podważono roli czynników związanych z klientem[44].

Peter Doyle w monografii *Marketing wartości* podkreśla, że strategia marketingowa leży u źródła tworzenia wartości[45]. Składa się z kilku etapów, tworzących razem proces zarządzania marketingowego zorientowanego na klienta[46]. Proces ten obejmuje dobór rynków, segmentację rynku docelowego, tworzenie przewagi różnicującej i sekwencję działań w ramach kompozycji marketingowej. Fundamentem strategii jest zaspokajanie indywidualnych potrzeb klientów, oparte na dostarczaniu im wartości[47]. Aspekt budowania relacji z klientami jest szczególnie istotny na etapie tworzenia przewagi różnicującej, czyli tworzenia powodów, dla których klienci mieliby korzystać z usług i pozostawać lojalni. Na tym etapie jest wykorzystywana wiedza o kliencie – dzięki niej buduje się zestaw istotnych dla nich wartości. Podkreślając role długoterminowych relacji z klientem w budowie wartości przedsiębiorstwa, autor stosuje pojęcie „wartości klienta w okresie obsługi". Jest to zaktualizowana wartość klienta, czyli zdyskontowana wartość przepływów gotówkowych wygenerowanych przez klienta w okresie korzystania przez niego z usług danego dostawcy.

---

[42] Zamiennie z wartością dla udziałowców.

[43] S. Srinivasan, D. Hanssens, *Marketing and Firm Value. Metrics, Methods, Findings and Future Directions*, „Journal of Marketing Research", June 2009, vol. XLVI, s. 293.

[44] M. Kimborough, L. McAlister, *Linking Marketing Actions to Value Creation and Firm Value: Insights into Accounting Research*, „Journal of Marketing Research", June 2009, vol. XLVI, s. 313–319; N. Mizik, R. Jacobson, *Financial Markets Research in Marketing*, „Journal of Marketing Research", June 2009, vol. XLVI, s. 320–324.

[45] P. Doyle, *Marketing wartości... op. cit.*, s. 67 i n.

[46] Chodzi o orientację na relacje z klientami w przeciwieństwie do orientacji skierowanych na produkcję i sprzedaż – P. Doyle, *Marketing wartości... op. cit.*, s. 89.

[47] *Ibidem*, s. 85.

Dzięki zastosowaniu prostych obliczeń autor wykazuje, że średnia wartość życiowa klienta ma bezpośrednie przełożenie na wartość przedsiębiorstwa.

Jak wspomniano wyżej, aktywa niematerialne, nieujęte w bilansie, są głównym źródłem wartości przedsiębiorstwa. Aktywa marketingowe są aktywami niematerialnymi. Efektem zarysowanych koncepcji jest konstatacja, że klient stanowi podstawę działań marketingowych w nowoczesnej gospodarce. Tym samym wartość relacji z nim może decydować o wartości przedsiębiorstwa ujmowanej w postaci wskaźnika *market-to-book ratio,* ekonomicznej wartości dodanej (ang. *Economic Value Added,* EVA) czy DCF. Taki kształt strategii marketingowych spowodowany jest odejściem od masowego wytwarzania niezróżnicowanych produktów na rzecz podejścia opartego na budowaniu i rozwijaniu długookresowych relacji z klientami[48]. Na zmianę tę wydają się wpływać dwa czynniki. Po pierwsze, wobec rosnącej konkurencji klient staje się dobrem coraz bardziej poszukiwanym. Jednocześnie mogą rosnąć koszty pozyskania nowych klientów. Ten fakt determinuje działania przedsiębiorstw mające na celu budowanie długookresowych relacji z istniejącymi klientami. Po drugie, budowanie długich i zyskownych relacji wymaga stałego pozyskiwania i archiwizowania wiedzy o kliencie w celu jej późniejszego przetwarzania i wykorzystania. Dzisiejszy stan rozwoju technologii informacyjnych zapewnia taką możliwość[49].

3. Klient jako marketingowe źródło wartości przedsiębiorstwa

Przyjmując hipotezę o decydującej roli aktywów marketingowych w budowaniu wartości przedsiębiorstwa, należy przyjrzeć się bliżej roli klientów jako czynnikowi tworzenia tej wartości. Zainteresowanie klientem wypływa bezpośrednio z kluczowej roli, jaką pełni w strukturze marketingowych źródeł wartości przedsiębiorstwa.

Klienci oraz związane z nimi pojęcia, takie jak satysfakcja, lojalność czy wartość relacji, stanowią element aktywów strategicznych, rynkowych, pierwotnych, niematerialnych i pozabilansowych (nieujętych w sprawozdaniu finansowym), lecz mających wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Wyróżniając poszczególne etapy rozwoju gospodarki, od tradycyjnej, opartej na produkcji masowej i koncentracji na wewnętrznych uwarunkowaniach technologicznych oraz organizacyjnych przedsiębiorstwa, do nowoczesnej, opartej na kliencie i koncentracji na związanych z nim zewnętrznych warunkach sprzedaży[50],

[48] S. Kasiewicz, W. Rogowski, M. Kicińska, *Kapitał intelektualny... op. cit.*, s. 29–32; 56–59.

[49] S. Sobolewska, *Bazy danych w budowaniu wartości klienta,* w: B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, *Zarządzanie wartością klienta w przedsiębiorstwach w Polsce,* Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2011, s. 37.

[50] B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, B. Korona, *Konkurowanie o klienta e-marketingiem,* Difin, Warszawa 2004, s. 11; *Zarządzanie wartością klienta. Pomiar i strategie,* red. B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, Poltext, Warszawa 2010, s. 23.

należy zastanowić się nad przyczyną zaistnienia okoliczności, które sprawiły, że taka reorientacja miała miejsce. Jak zauważa Barbara Dobiegała-Korona, to konsumenci przez akt zakupu decydują o przydatności wszelkich działań producentów[51]. Konsumenci (klienci) stanowiący punkt odniesienia dla sposobu konkurowania przedsiębiorstwa decydują o kształcie jego strategii marketingowej[52]. W sytuacji, kiedy popyt na danym rynku jest większy od podaży, w naturalny sposób koncentracja zarządzających i wartość przez nich wytwarzana migruje ze sfery aktywów niematerialnych do sfery aktywów materialnych. Wynika to z konieczności zaspokojenia rosnącego popytu. Portfel klientów nadal stanowi o istocie istnienia przedsiębiorstwa, lecz ze względu na swoją liczebność i łatwość substytucji[53], kluczową rolę odgrywa sprawność procesów wewnętrznych, takich jak procesy produkcji i realizacji zamówień. Natomiast w sytuacji, kiedy podaż przewyższa popyt, klienci jako aktywa niematerialne stają się dobrem poszukiwanym, przez co kluczowe dla przedsiębiorstwa stają się procesy ich pozyskiwania i utrzymania[54]. Sytuacja ta jest charakterystyczna na rynkach wysoce konkurencyjnych, które dominują we współczesnej gospodarce. Klienci zatem stają się kluczowymi aktywami przedsiębiorstw, w oparciu o które budowana jest wartość dla udziałowców oraz pozostałych interesariuszy[55]. Tym samym współczesne uwarunkowania funkcjonowania przedsiębiorstw usytuowały klienta w roli podstawowego źródła wartości przedsiębiorstwa[56].

Rolę klientów w kontekście wartości dla udziałowców przedstawia Roger Martin w artykule *The Age of Customer Capitalism*[57]. Wychodzi on z założenia, że najefektywniejszym ze sposobów maksymalizacji wartości dla udziałowców w długim okresie jest strategia zorientowana na klienta. Pozwala ona uniknąć koncentracji na celach krótkookresowych, realizowanych dla zaspokojenia oczekiwań udziałowców co do przyszłej sytuacji przedsiębiorstwa, na rzecz maksymalizacji wartości w długim okresie poprzez „budowanie prawdziwego biznesu w większym stopniu niż poprzez zarządzanie oczekiwaniami udziałowców"[58]. Oczekiwania te bowiem stanowią nietrwały fundament wzrostu wartości przedsiębiorstwa ze względu na „nadmierne podniecenie w przypadku

[51] B. Dobiegała Korona, T. Doligalski, B. Korona, *Konkurowanie o klienta e-marketingiem... op. cit.*, s. 11.

[52] O kształcie strategii decyduje także liczba oferentów. Im ich więcej, tym ostrzejsza walka konkurencyjna.

[53] O substytucji klientów mówimy wówczas, kiedy po rezygnacji dotychczasowego klienta przedsiębiorstwo może go łatwo zastąpić innym klientem, dotychczas potencjalnym.

[54] R. Blattberg, G. Getz, J. Thomas, *Klient jako kapitał*, MT Biznes, Konstancin-Jeziorna 2004, s. 40.

[55] B. Dobiegała-Korona, *Zarządzanie wartością klienta*, w: *Przedsiębiorstwo przyszłości*, red. W. M. Grudzewski, J. K. Hejduka, Difin, Warszawa 2000.

[56] B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 85.

[57] R. Martin, *The Age of Customer Capitalism*, „Harvard Business Review", January–February 2010, s. 2–9.

[58] *Ibidem*, s. 6.

dobrych perspektyw i nadmierne przygnębienie w przypadku złych"[59]. „Prawdziwy biznes" według Martina polega na koncentracji na klientach, co skutkuje ich priorytetowym traktowaniem względem wartości dla udziałowców (ang. *Customers come first, and shareholders last*). Oznacza to koncentrację na wartości w długim okresie, czego efektem jest wyższa roczna stopa wzrostu wartości dla udziałowców według indeksu S&P 500, co autor prezentuje na przykładzie Johson&Johnson oraz Procter&Gamble[60].

O ile perspektywa finansowa mierzy obecny sukces finansowy przedsiębiorstwa, to perspektywa klienta wskazuje na źródła tego sukcesu[61]. Segmentacja klientów pozwala identyfikować tych, którzy są dla przedsiębiorstwa najcenniejsi z powodu wysokiego poziomu ich satysfakcji, lojalności oraz rentowności, a także posiadania potencjału do generowania i artykulacji swoich potrzeb. Fakt posiadania tych atrybutów sprawia, że klienci ci stanowią grupę, dzięki której możliwy jest najszybszy wzrost przepływów pieniężnych i rentowności[62].

Fakt, że klienci jako dobro poszukiwane są przedmiotem intensywnej walki konkurencyjnej wpływa na postrzeganie wartości przedsiębiorstwa przez pryzmat wartości portfela klientów. Jak zauważa Patricia Seybold, obserwacja rynku kapitałowego wskazuje, że przewidywany wzrost dochodów od klientów powoduje przypływ kapitału inwestycyjnego, co jest efektem wzrostu wartości przedsiębiorstwa w oparciu o źródło niematerialne, jakim są klienci[63]. O koncentracji na budowie i rozwoju portfela klientów świadczą również badania, z których wynika, że satysfakcja i lojalność klientów stanowią podstawę sukcesu rynkowego[64].

4. Podsumowanie

W niniejszym artykule starano się wykazać, że klient jest istotnym źródłem wartości przedsiębiorstwa. W tym celu dokonano analizy literatury z zakresu marketingu i wyceny wartości przedsiębiorstw.

Na podstawie przeprowadzonych badań literaturowych udowodniono, że marketingowe źródła wartości przedsiębiorstwa stanowią istotne źródła wartości przedsiębiorstwa. Dokonano tego za pomocą analizy typologii źródeł wartości przedsiębiorstwa oraz

---

[59] *Ibidem.*

[60] *Ibidem*, s. 6.

[61] R. Kaplan, D. Norton, *Strategiczna karta wyników*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 11.

[62] *Ibidem*, s. 74 i n.

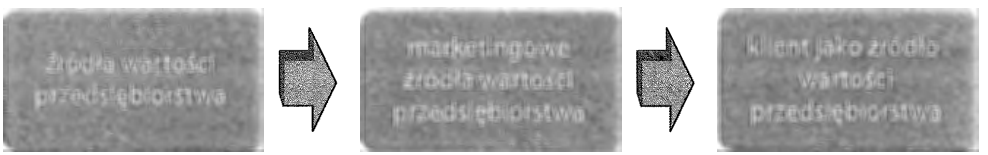
[63] P. Seybold, *The Customer Revolution*, Random House Business Book, 2002.

[64] B. Dobiegała-Korona, *Klient kapitałem przedsiębiorstwa... op. cit.*, s. 87; A, Krzepicka, *Czynniki decydujące o trwałości relacji z klientami*, w: B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, *Zarządzanie wartością klienta w przedsiębiorstwach w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2011, s. 51–59.

wyników badań przedstawiających stosunek wartości rynkowej do wartości księgowej pierwszych 50 przedsiębiorstw z listy F. T. Global 500. W ten sposób **zweryfikowano pozytywnie hipotezę pierwszą**. Wykazano także, że klient stanowi kluczowy element marketingowych źródeł wartości przedsiębiorstwa. Dokonano tego na podstawie analizy różnych podejść do ich systematyzacji i wyraźnie eksponowanej tam roli klientów. W ten sposób **zweryfikowano pozytywnie hipotezę drugą**.

Na tej podstawie zrealizowano cel pracy, tj. wykazano, że **klient jest kluczowym źródłem wartości przedsiębiorstwa**, co znajduje wyraz w zweryfikowanym pozytywnie modelu zaprezentowanym na rysunku 3.

Rysunek 3. Klient jako źródło wartości przedsiębiorstwa – model zweryfikowany



Źródło: Opracowanie własne.

Model ten może stanowić punkt wyjścia do dalszych badań nad klientem jako źródłem wartości przedsiębiorstwa.

Bibliografia

Black A., Wright P., Bachman J., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy,* Oficyna Wydawnicza Grupa Wolters Kluwer, Kraków 2000.

Blattberg R., Getz G., Thomas J., *Klient jako kapitał,* MT Biznes, Konstancin-Jeziorna 2004.

Caparo A., Srivastava R., *Has the Influence of Financial Performance on Reputation Measures been Overstated?,* „Corporate Reputation Review", 1997, 1 (1).

Dobiegała-Korona B., Doligalski T., Korona B., *Konkurowanie o klienta e-marketingiem,* Difin, Warszawa 2004.

Dobiegała-Korona B., *Klient kapitałem przedsiębiorstwa,* w: *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa,* red. B. Dobiegała-Korona, A. Herman, Difin, Warszawa, 2006.

Dobiegała-Korona B., *Zarządzanie wartością klienta,* w: *Przedsiębiorstwo przyszłości,* red. W. Grudzewski, J. Hejduk, Difin, Warszawa 2000.

Doyle P., *Marketing wartości,* Felberg SJA, Warszawa 2003.

Kaplan R., Norton D., *Strategiczna karta wyników,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

Kasiewicz S., Rogowski W., Kicińska M., *Kapitał intelektualny. Spojrzenie z perspektywy interesariuszy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.

Kimbrough M., McAlister L., *Linking Marketing Actions to Value Creation and Firm Value: Insight from Accounting Research, Journal of Marketing Research*, June 2009, vol. XLVI.

Krzepicka A., *Czynniki decydujące o trwałości relacji z klientami*, w: *Zarządzanie wartością klienta w przedsiębiorstwach w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2011.

Lehmann D., *Metrics for Making Marketing Matter*, „Journal of Marketing", October 2004, vol. 68.

Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, PWN, Warszawa 2000.

Martin R., *The Age of Customer Capitalism*, „Harvard Business Review", January–February 2010.

Niemczyk R., *Wycena wartości niematerialnych i prawnych*, Oficyna Wydawnicza Ośrodka Postępu Organizacyjnego, Bydgoszcz 2000.

Nonaka I., Takeuchi H., *The Knowledge Creating Company*, Oxford University Press, New York 1995.

Panfil M., *Wprowadzenie do wyceny spółek*, w: *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Difin, Warszawa 2006.

Pniewski K., Bartoszewicz B., *Kreowanie wartości jako cel nadrzędny*, w: *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, Poltext, Warszawa 2008.

Ross S., Westerfield R., Jordan B., *Finanse przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.

Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.

Seybold P., *The Customer Revolution*, Random House Business Book, 2002.

Srinivasan S., Hanssens D., *Marketing and Firm Value. Metrics, Methods, Findings and Future Directions*, „Journal of Marketing Research", June 2009, vol. XLVI.

Srivastava R, Shervani T., Fahey L., *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis*, „Journal of Marketing", January 1998, vol. 62.

Sobolewska S., *Bazy danych w budowaniu wartości klienta*, w: B. Dobiegała-Korona, T. Doligalski, *Zarządzanie wartością klienta w przedsiębiorstwach w Polsce*, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2011.

Urbanek G., *Kapitał intelektualny*, w: M. Panfil, A. Szablewski, *Metody wyceny spółki. Perspektywa klienta i inwestora*, Difin, Warszawa 2006.

Netografia

http://www.ft.com/intl/reports/ft-500-2011.

http://www.marketingpower.com/AboutAMA/Pages/DefinitionofMarketing.aspx.

Szymański P., *Zarządzanie majątkiem obrotowym w procesie kreowania wartości przedsiębiorstwa*, praca doktorska, http://www.zbc.uz.zgora.pl/Content/8527/index0.htm.

Waśkowski Z., *Wycena wartości firmy – metody i zastosowanie*, http://www.swiatmarketingu.pl/index.php?rodzaj=01&id_numer=931427.