Tomasz Białas, Jacek Rybicki

Zarządzanie wartością firmy

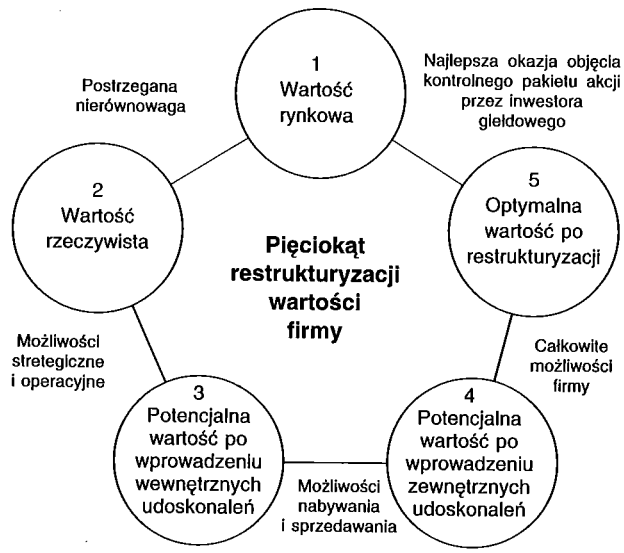
Jednym z celów, które powinni formułować menedżerowie współczesnych firm, jest podnoszenie wartości firmy. Cel ten jest często w sposób bezpośredni narzucony przez właściciela lub właścicieli firmy, ale może też pojawiać się w wyniku stosowania procedury planowania strategicznego. Dlatego też, w procesie planowania strategicznego należy doprowadzić do sytuacji, w której jednym z celów dostrzeganych przez menedżerów będzie podnoszenie wartości firmy. Jeśli tak się stanie, to możliwe będzie podjęcie kroków, aby działalność na rzecz wzrostu wartości przybrała charakter zinstytucjonalizowanych, formalnych posunięć, mających swe oparcie w strukturze organizacyjnej i regulaminie organizacyjnym. Działania na rzecz podnoszenia wartości firmy nie są bowiem jakimś „mitycznym procesem", zarezerwowanym jedynie dla wtajemniczonych analityków giełdowych, ale mogą się stać jednym z podstawowych zadań komórek finansowych przedsiębiorstwa. Należy z całą mocą podkreślić, że zarządzania wartością firmy nie powinno się utożsamiać z manipulacjami finansowymi (np. spekulacjami giełdowymi). Przede wszystkim są to działania wynikające z wdrożenia do zarządzania strategicznego pojęcia „zarządzanie wartością firmy", czyli jak już wcześniej wspomniano, wykreowania wśród wielu celów strategicznych również wiązki celów związanych bezpośrednio z wartością firmy. Konsekwencją takiego podejścia jest uwzględnianie w planach operacyjnych, a więc planach omawiających sposoby i techniki realizacji nakreślonych celów strategicznych, działań podnoszących wartość przedsiębiorstwa.

Zarządzanie wartością firmy składa się w zasadzie z trzech etapów:

- Ocena wartości (szacunki wartości firmy, ocena możliwości dokonywania usprawnień, planowanie strategiczne i operacyjne).
- Działanie (wdrażanie planów restrukturyzacji wartości firmy z wykorzystaniem wewnętrznych i zewnętrznych możliwości usprawnień).
- Wpajanie zasad (wdrażanie zasad zarządzania wartością firmy, określanie roli wszystkich komórek organizacyjnych w podnoszeniu wartości firmy).

Wartość firmy jest szczególnie istotna w momencie ewentualnej sprzedaży jej całości lub części. Może jednak odgrywać również istotną rolę przy ewentualnym tworzeniu wspólnych przedsięwzięć, w których firma jest w całości lub w części wnoszona do nowej spółki lub w przypadku zaciągania kredytów długoterminowych pod zastaw akcji lub udziałów.

Współcześni menedżerowie powinni zdawać sobie sprawę z ważności zagadnienia i dążyć do podnoszenia wartości firmy. Na rys. nr 1 przedstawiamy sposób postępowania przy planowaniu działań zmierzających do podniesienia wartości firmy. Działania te powinny przybrać formę następujących po sobie kroków, które obrazowo można przedstawić w postaci pięciokąta restrukturyzacji wartości firmy.



Rys. 1. Pięciokąt restrukturyzacji wartości firmy
Źródło: opracowanie własne na podstawie T. Copeland, T. Koller, J. Murrin *Valuation — Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, Inc. 1990, s. 249.

Pierwszym zadaniem przy kreowaniu wartości firmy jest zbadanie różnicy między jej wartością rzeczywistą, wynikającą z oszacowania zdyskontowanych przepływów pieniężnych, a bieżącą wartością rynkową, wynikającą z wartości akcji na giełdzie papierów wartościowych lub ofert zakupu firmy przez potencjalnych nabywców. Różnica ta może osiągnąć wartość dodatnią lub ujemną. W obu przypadkach najczęstszym powodem jej powstania jest posiadanie przez menedżerów i inwestorów zewnętrznych innych lub niepełnych informacji o stanie istniejącym i przyszłości firmy. Sytuacja ta była (i jest do dziś) widoczna w przypadku prywatyzacji polskich przedsiębiorstw. Dokonywane przez ekspertów wyceny wartości przedsiębiorstw były często niezgodne z szacunkami dokonywanymi przez rynek. Można postawić pytanie, czy eksperci się mylili? Wydaje się, że nie z pomyłkami mieliśmy do czynienia, a raczej z posiadaniem przez ekspertów

dokonujących wyceny większej ilości informacji niż potencjalni nabywcy.

Jeśli istnieje różnica między wartością spostrzeganą przez otoczenie a rzeczywistą wartością firmy, należy przedsięwziąć środki w celu jej zniwelowania. Już sam fakt zaistnienia różnicy jest swego rodzaju testem dla menedżerów. Jak wiadomo, wartość firmy, wynikająca ze zdyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, jest wypadkową rzeczywiście zaistniałych umów i kontraktów oraz szacunków i nadziei osób przeprowadzających rachunek. Może się zdarzyć, że ocena przyszłości firmy dokonywana przez jej kierownictwo jest zbyt optymistyczna, a rynek (np. w postaci inwestorów giełdowych), mając większy dostęp do informacji, potrafi zweryfikować ten optymizm.

Aby zmniejszyć różnicę między rzeczywistą wartością firmy a jej wartością rynkową, menedżerowie powinni albo udoskonalić sposoby komunikacji z otoczeniem, albo efektywniej zarządzać posiadanymi aktywami.

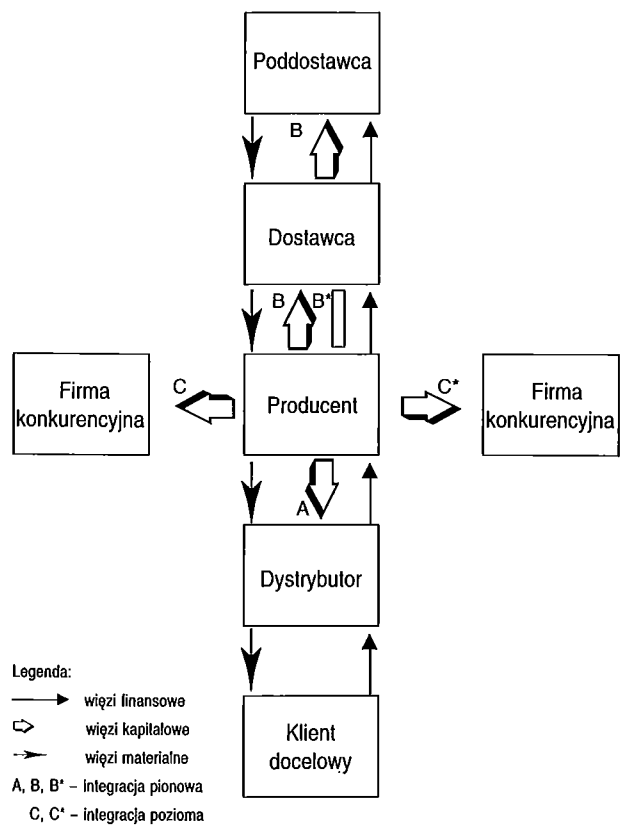
Działania powyższe są bezpośrednio związane z dążeniem do osiągnięcia wzrostu wartości dzięki dokonywaniu wewnętrznych udoskonaleń, czyli dążeniu do stanu nazwanego przez nas „potencjalną wartością po wprowadzeniu wewnętrznych udoskonaleń". Sposobami wprowadzania wewnętrznych udoskonaleń są np.: wzrost wolumenu sprzedaży, obniżka kosztów, spadek zapotrzebowania na kapitał obrotowy czy redefinicja potrzeb w zakresie inwestycji. Dokładną listę działań pozwalających na dokonanie wewnętrznych udoskonaleń można sporządzić podczas dokonywania kalkulacji przyszłych przepływów pieniężnych. Można zaryzykować twierdzenie, że dokonanie jakichkolwiek wewnętrznych usprawnień umożliwiających wzrost wartości firmy jest możliwe jedynie wówczas, gdy dogłębnie przeanalizujemy zestawienie przyszłych przepływów pieniężnych. Tak więc kluczem do określenia działań operacyjnych, wynikających ze strategii, są przepływy pieniężne i ich właściwe zrozumienie. Kalkulacja przyszłych przepływów pieniężnych jest elementem większego kompleksu działań, nazywanego budżetowaniem. Można powiedzieć, że budżetowanie jest sposobem realizacji planów długoterminowych i wydatków kapitałowych, sposobem tłumaczenia długookresowych planów na jednoroczne plany operacyjne. Obok sprawozdania z przepływu środków pieniężnych, budżet zawiera zwykle następujące, logicznie powiązane ze sobą elementy:

- plan sprzedaży,
- plan produkcji,
- plan kosztów materiałowych,
- plan zakupu materiałów,
- plan kosztów robocizny,
- plan kosztów stałych,
- plan wydatków inwestycyjnych,
- rachunek zysków i strat,
- bilans[1)].

W procesie określania przyszłych przepływów pieniężnych opieramy się na planowaniu zarówno długookresowym, jak i krótkookresowym. Tak więc na percepcję możliwości wewnętrznych usprawnień wpływają plany strategiczne i operacyjne, dzięki którym osiągamy możliwość wyspecyfikowania wszystkich składowych wewnętrznych, mających wpływ na potencjalną wartość.

Potencjalną wartość firmy po zmianach strukturalnych, przeprowadzonych we wnętrzu przedsiębiorstwa, można zwiększyć poprzez dodatkowe działania. Te dodatkowe działania polegają głównie na wykorzystaniu szans tkwiących w otoczeniu firmy i mają postać sprzedaży części przedsiębiorstwa bądź wykupu innych przedsiębiorstw lub ich części.

Główne strategie kapitałowe, jakie może realizować przedsiębiorstwo w sferze wykupu i sprzedaży, przedstawione zostały na rysunku nr 2.



Rys. 2. Możliwości powiązań kapitałowych w ramach integracji pionowej i poziomej
Źródło: opracowanie własne

Integracja pionowa (*vertical integration*) polega na uzyskaniu kontroli nad podmiotami gospodarczymi uczestniczącymi w łańcuchu wartości (*value chain*) bądź sieci (*network*) poprzez wykup takiej ilości akcji, która na tę kontrolę faktycznie pozwoli.

Jeżeli przedsiębiorstwo uzyskało kontrolę nad podmiotami gospodarczymi, które pośredniczą w obsłudze klienta docelowego, to w języku angiel-

skim taki rodzaj integracji pionowej nazywa się *forward integration* (strzałka A na rysunku 2).

Jeżeli natomiast przedsiębiorstwo uzyskało kontrolę nad podmiotami gospodarczymi, które pośredniczą w jego obsłudze, czyli nad dostawcami i poddostawcami, to ten rodzaj integracji pionowej nazywa się *backward integration* (strzałki B i B na rysunku 2).

Integracja pionowa pozwala na zamianę centrów kosztów w centra zysku, oraz pozwala na sterowanie marżą zysku na poziomie kontrolowanego ogniwa (w łańcuchu wartości) tak, aby do klienta docelowego docierał produkt atrakcyjny cenowo. Często natomiast zdarza się, że dystrybutor ustala zbyt wygórowaną marżę zysku i w ten sposób nawet lider kosztowy nie musi być liderem cenowym na rynku docelowym.

Integracja pionowa zwiększa zatem szanse powodzenia produktów na rynkach docelowych, gdyż pozwala na sterowanie relacją koszty/cena produktu w stopniu o wiele większym.

Integracja pozioma (*horizontal, lateral integration*) polega na uzyskaniu kontroli nad podmiotami gospodarczymi, które stanowią rzeczywistą bądź potencjalną konkurencję, poprzez wykup kontrolnego pakietu akcji.

Integracja pozioma niekoniecznie musi kojarzyć się z wykupywaniem firm konkurujących; może ona również polegać na wykupywaniu firm, których działalność jest zbliżona lub podobna do działalności, jaką prowadzi firma dokonująca wykupu. Sprzedaży części strategicznych jednostek gospodarczych (SBU) dokonuje się zazwyczaj wówczas, gdy poziom zyskowności przyjmie określoną wartość (często bywa ona równa zeru). Dla przykładu, Jack Welch, prezes General Electric Corporation, w latach 1981–1993 sprzedał ponad 200 strategicznych jednostek gospodarczych o wartości 10 mld dolarów oraz zakupił 300 strategicznych jednostek gospodarczych o wartości 20 mld dolarów, łącząc je w 14 dziedzin gospodarczych, które w tamtych latach były wiodące na świecie[2)].

Po dokonaniu zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych udoskonaleń w strukturze organizacyjnej i kapitałowej przedsiębiorstwa, można osiągnąć optymalną wartość po restrukturyzacji. Zwykle składa się na nią wykorzystanie wszystkich możliwości, które tkwią zarówno w samej firmie, jak i w jej otoczeniu. Należeć do nich mogą:

- udoskonalenie dotychczasowej strategii działania,
- zmiana struktury organizacyjnej,
- wprowadzenie nowych wyrobów na rynek lub poprawienie jakości istniejących,
- zatrudnienie pracowników o nadzwyczajnych zdolnościach i kwalifikacjach, którzy charakteryzują się wyjątkową innowacyjnością i przedsiębiorczością,
- obniżka kosztów stałych i kosztów zmiennych,
- integracja pionowa,
- integracja pozioma,
- integracja koncentryczna (połączenie integracji pionowej i poziomej),
- sprzedaż strategicznych jednostek gospodarczych o niskiej rentowności.

O ile zabiegi dotyczące wnętrza firmy służą poprawie jej konkurencyjności na rynku, to wykorzystanie szans w otoczeniu służy głównie powstaniu zjawiska synergii, co jest dodatkowym elementem wzrostu konkurencyjności rynkowej.

Opisane powyżej środki powodują, że firma może osiągnąć maksymalne możliwości wzrostu jej wartości rynkowej. W tym miejscu pojawia się problem, w jaki sposób w „nowej formie" — o podwyższonej wartości — dotrzeć do rynku kapitałowego, czyli potencjalnych inwestorów. Odpowiedź na to pytanie dają działania marketingowe, a konkretnie promocja firmy na rynku kapitałowym. Jednym z przejawów dbania o kontakty z otoczeniem jest dobrowolne uczestnictwo we wszelkiego typu rankingach przedsiębiorstw. Wspomniana już General Electric w rankingu magazynu „FORTUNE" 500 największych korporacji przemysłowych USA w 1993 roku zajęła piąte miejsce, po takich firmach, jak: General Motors, Ford, EXXON i IBM, a w 1994 roku szóste miejsce po firmach General Motors, Ford, EXXON, WAL-MART i AT&T. Kryterium porównawczym była wartość sprzedaży[3)].

W innym rankingu — również magazynu „FORTUNE" — najbardziej podziwianych korporacji amerykańskich, GE zajął w 1993 roku 19. miejsce na 404 firmy sklasyfikowane, a w kategorii „Electronics, Electrical Equipment" 2. miejsce po Motoroli, natomiast w 1994 roku 14. miejsce na 395 firm sklasyfikowanych, a w swojej kategorii 3. miejsce po Motoroli i Intelu. Kryteria stosowane w tym przypadku były następujące:

- kwalifikacje kierownictwa,
- jakość wyrobów i usług,
- innowacyjność,
- solidność finansowa,
- zdolność do przyciągania i kreowania szans rozwoju utalentowanych ludzi,
- odpowiedzialność wobec społeczeństwa i środowiska naturalnego,
- sposób wykorzystania zasobów firmy,
- wartość akcji w długim okresie czasu[4)].

Natomiast w magazynie „Business Week" w przeprowadzonym rankingu 1000 amerykańskich korporacji, gdzie kryterium decydującym była wartość rynkowa firmy, rozumiana jako iloczyn ceny akcji dostępnej na giełdzie i liczby akcji będących w obrocie, GE zajęła pierwsze miejsce. Jej wartość rynkowa wzrosła w stosunku do roku poprzedniego o 25%[5)]. Było to możliwe, ponieważ jednym z głównych celów strategicznych Jacka Welcha było, i jest nadal, podnoszenie wartości rynkowej firmy. Jego celem naczelnym było uczynienie z GE

Dokończenie na str. 33

sami z osobami, które prowadząc negocjacje nie mogą zrozumieć, dlaczego przedstawiciel drugiej strony nie chce zaakceptować rozsądnie brzmiącej propozycji. Mówią tak: „Przecież bank powinien zaakceptować redukcję długu". Popełniają w tym momencie błąd, gdyż ignorują fakt, że nie negocjują z bankiem, ale z konkretnym człowiekiem, od którego oczekują, iż zajmie stanowisko i będzie go bronił w swojej firmie. Zapominając o tym, zapominają również o istnieniu pozapieniężnych interesów: bezpieczeństwa czy uznania.

William Ury pisze właśnie o tym i wskazuje, że podstawowe ludzkie potrzeby mogą stanowić potężną, choć nie zawsze dostrzeganą barierę porozumienia. Ogromne znaczenie ma wciągnięcie drugiej strony w proces poszukiwania formuły porozumienia. Jest to problem znany z zarządzania. Swoista moda na uczestniczące wprowadzanie zmian organizacyjnych wydaje się należeć do przeszłości i to niezależnie od tego, że w świecie przywództwo i uczestnictwo są uznawane za istotne warunki sukcesu. U nas podkreśla się raczej przykłady jednoosobowych, zdolnych autokratów, wskazujących wszystkim w firmie, co mają robić. Podobne postępowanie jest przenoszone do negocjacji. Często można usłyszeć narzekania, że druga strona nie chce się zgodzić na pomysł, „a przecież opracowałem tak doskonałe rozwiązanie".

Ostatnią barierą na drodze do porozumienia jest według autora poczucie siły. Słowo „poczucie" jest kluczem do zrozumienia jego podejścia. William Ury mówi, że problem polega na tym, iż druga strona uważa się za silniejszą — niezależnie od tego, jak mógłby na to spojrzeć ktoś obiektywny, niezależny. Problem siły to jeden z najbardziej fascynujących problemów negocjacji. Napisano wiele prac na temat analizy siły stron, czynników ją zwiększających i zmniejszających oraz paradoksów siły.

William Ury traktuje siłę jako zjawisko zarówno obiektywne — i tu odwołuje się do koncepcji BATNA — jak i subiektywne, zależne od poczucia stron oraz zdolności wywołania odpowiednich reakcji otoczenia. Niezależnie od tego, kto i o ile jest silniejszy, kluczowe pytanie brzmi: „Kiedy i po co używać siły?" Chciałbym podkreślić zwrot: „po co?" Otóż, mówiąc o używaniu siły w negocjacjach, ich uczestnicy często wskazują tkwiącą w przeszłości przyczynę, a nie cel jej stosowania. Związkowcy mówią: „Przystąpimy do strajku, bo zarząd nie wywiązał się z obietnic". Pytanie podstawowe brzmi: „Jaki jest cel strajku? Ukaranie zarządu?" William Ury proponuje użycie siły po to, aby druga strona zmieniła swoje zachowanie — nauczyła się, zrozumiała, że jedyną możliwością realizacji jej interesów jest zakończenie rozmów porozumieniem.

Na uwagę zasługuje także, podkreślana przez autora, zasada pozostawienia drugiej stronie — nawet w sytuacji konieczności zastosowania siły — drogi wyjścia. Dążenie do totalnego zwycięstwa, położenia przeciwnika na łopatki jest często spotykanym zachowaniem w negocjacjach. Wyostrzanie konfliktu, aby zmusić drugą stronę do kapitulacji, to zdaniem Williama Ury'ego rozwiązanie nieskuteczne i niebezpieczne. Zmusza bowiem drugą stronę do obrony i utrudnia podjęcie decyzji o akceptacji warunków porozumienia.

Z przedmowy
do wydania polskiego

Robert A. Rządca

Zarządzanie wartością firmy

Dokończenie ze str. 21

korporacji o największej w USA wartości rynkowej. Cel ten został osiągnięty.

Skutkiem procesu podnoszenia wartości firmy, zgodnie z przedstawionym pięciokątem restrukturyzacji wartości firmy, jest osiągnięcie optymalnej wartości po restrukturyzacji. Różnica między tą ostatnią wartością a wartością rynkową stanowi okazję dla inwestorów zewnętrznych, wrogo nastawionych w stosunku do dotychczasowego *managementu*, aby w szybki sposób nabyć kontrolny pakiet akcji po zaniżonej cenie. Najlepszym sposobem obrony przed wykupem akcji firmy przez tego typu inwestorów (w języku angielskim tego rodzaju inwestor określany jest jako *raider*) jest niwelowanie różnicy między optymalną wartością firmy po restrukturyzacji a jej wartością rynkową.

Jacek Rybicki, Tomasz Białas

PRZYPISY

1) por. S. SOJAK *Rachunkowość zarządcza w warunkach inflacji*, TNOiK Toruń 1994, str. 282.
2) por. D. CUSHMAN, S. KING *High-speed Management. A Discontinuous Leadership Perspective*, Materiały Konferencyjne *High Speed Competition in a New Europe*, International Management Center, University of Warsaw; pod red. K. OBŁOJA, Warszawa, grudzień 1994, s. 164.
3) por. „FORTUNE", *The Fortune 500*, Vol. 129, No. 8/1994 i Vol. 131, No. 9/1995.
4) por. „FORTUNE", *America's Most Admired Corporations*, Vol. 129, No. 3/1994 i Vol. 131, No. 4/1995.
5) por. „BUSINESS WEEK", *The Nimble Giants*, 28 marca 1994.

Autorzy — dr Jacek Rybicki i mgr Tomasz Białas — są pracownikami naukowymi Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.